

LIBERALIZAÇÃO  
DA CONTA DE  
CAPITAIS:  
EVOLUÇÃO E  
EVIDÊNCIAS  
PARA O CASO  
BRASILEIRO RECENTE  
(1990-2005)

Cesar Rodrigues van der Laan

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), em 2006, como quesito parcial para obtenção do grau de mestre em Economia do Desenvolvimento.

**Orientador**

André Moreira Cunha

Rio de Janeiro – 2007



**L111 Laan, Cesar Rodrigues van der.**

**Liberalização da conta de capitais: evolução e evidências para o caso brasileiro recente (1990-2005) / Cesar Rodrigues van der Laan. – Rio de Janeiro : BNDES, 2007.**

**148 p. ; 23 cm.**

**Dissertação (mestrado) – UFRGS, 2006.**

**29º Prêmio BNDES de Economia.**

**ISBN: 978-85-87545-21-3**

**1. Liberalização comercial. 2. Fluxo de capital. 3. Economia internacional. I. Título.**

**CDD 382.3**

## Apresentação

---

Esta dissertação de mestrado em Economia, *Liberalização da conta de capitais: evolução e evidências para o caso brasileiro recente (1990-2005)*, de Cesar Rodrigues van der Laan, ora editada pelo BNDES, obteve o 2º lugar no 29º Prêmio BNDES de Economia, realizado em 2006/2007.

Seu autor é brasileiro, 34 anos, graduou-se pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e obteve o título de mestre em Economia pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, tendo como orientador o professor André Moreira Cunha.

Concorreram ao 29º Prêmio BNDES de Economia 54 trabalhos, inscritos por trinta Centros de Pós-Graduação em Economia de universidades brasileiras. A comissão examinadora formada para apreciar as dissertações foi presidida pela professora Ana Claudia Alem – BNDES e composta pelos professores Carlos Aguiar de Medeiros – Universidade Federal do Rio de Janeiro; Fabrício Bianchi Catermol Cunha – BNDES; Fernando Ferrari Filho – Universidade Federal do Rio Grande do Sul; Hélio Nogueira da Cruz – Universidade de São Paulo; Odair Lopes Garcia – Universidade Federal do Rio Grande do Norte; Patrícia Zendron – BNDES; e Ruth Helena Dweck – Universidade Federal Fluminense.

Em 2007, também foram premiadas as seguintes dissertações de mestrado:

1º lugar: *Restrição externa e a perda de dinamismo da economia brasileira: investigando as relações entre estrutura produtiva e crescimento econômico*, de Veridiana Ramos da Silva Carvalho (USP), orientada por Gilberto Tadeu Lima.

3º lugar: *Ensaio sobre produto potencial, contabilidade do crescimento e desenvolvimento econômico*, de Rafael Chelles Barroso (UFRJ), orientada por Antonio Barros de Castro e Francisco Eduardo Pires de Souza.

4º lugar: *Desigualdade intra grupos educacionais: teoria e evidência para o caso brasileiro*, de Ana Czeresnia Costa (UFF), orientada por Célia Lessa Kerstenetzky.

5º lugar: *Permanência, transição, vulnerabilidade? Três análises dinâmicas sobre a pobreza no Brasil*, de Rafael Perez Ribas (UFMG), orientada por Ana Flávia Machado.

Ao longo de trinta anos de realização do Prêmio BNDES de Economia, foram premiadas 144 dissertações e publicados, pelo BNDES, 46 desses trabalhos, totalizando a edição de cerca de 122 mil exemplares. Registra-se também, com satisfação, a crescente melhoria qualitativa das dissertações de mestrado inscritas.

*À minha mãe,  
Marja, por  
seu apoio  
incondicional  
característico.*



# Sumário

---

**Agradecimentos** 11

**Resumo** 15

**Introdução** 17

- 1. Liberalização da conta capital: aspectos teóricos e empíricos** 21
  - 1.1 Histórico recente do uso e da discussão sobre controles de capitais 22
  - 1.2 Panorama da arquitetura financeira internacional: mobilidade de capitais, instabilidade dos fluxos financeiros e desafios às estratégias nacionais no contexto da globalização 24
  - 1.3 Volatilidade macroeconômica e vulnerabilidade a crises 27
  - 1.4 Liberalização da conta capital e crescimento: a fraca evidência empírica 33
  - 1.5 À guisa de conclusão 37
- 2. Desregulamentação cambial no Brasil: pilares básicos, evolução recente e a endogenia do processo** 41
  - 2.1 Pilares básicos da legislação cambial brasileira em vigor 42
  - 2.2 Histórico e evolução recente das mudanças estruturais: o gradualismo na liberalização da conta capital 44
    - 2.2.1 Medidas específicas 45
  - 2.3 O regime atual: principais alterações consolidadas no período 2001-2005 53
  - 2.4 A gestão conjuntural da conta capital: a hipótese da endogenia dos controles do BC a curto prazo 58
- 3. Desdobramentos da liberalização da conta capital: uma análise econométrica utilizando metodologia VAR (1994-2005)** 63
  - 3.1 Indicadores de abertura e integração financeira: metodologia e resultados 64

3.1.1	Índice de Controle de Capitais: uma medida de jure	65
3.1.2	Índice de Abertura Financeira: uma medida <i>de facto</i>	69
3.2	Implicações macroeconômicas da liberalização da conta capital: uma investigação utilizando a metodologia de vetores auto-regressivos (VAR) para o caso brasileiro recente (1994-2005)	71
3.2.1	Fonte e tratamento dos dados	71
3.2.2	Teste de estacionariedade e quebras estruturais	73
3.2.3	Definição do modelo de vetores auto-regressivos e análise dos resultados	75
3.2.3.1	Função impulso-resposta	76
3.2.3.2	Teste de causalidade de Granger	77
3.2.3.3	Decomposição de variância	79
3.2.3.4	À guisa de conclusão	80
3.2.4	Efeitos da integração financeira da economia brasileira recente: uma análise com vetores auto-regressivos (VAR) utilizando uma medida <i>de facto</i>	82
3.2.4.1	Funções impulso-resposta	83
3.2.4.2	Testes de causalidade de Granger	84
3.2.4.3	Decomposição de variância	85
3.2.4.4	À guisa de conclusão	87
	<b>Considerações finais</b>	89
	<b>Notas</b>	93
	<b>Referências bibliográficas</b>	113
	<b>Apêndice A. Séries temporais (1990:1-2005:2)</b>	125
	<b>Apêndice B. Cálculo do IAF</b>	127
	<b>Apêndice C. Resultados dos testes de co-integração bivariada entre as variáveis do VAR</b>	129
	<b>Anexo</b>	131
	Legislação 2001-2005	131
	2001	131
	2002	135
	2003	136
	2004	138
	2005	142
	<b>Abstract</b>	145



## Lista de gráficos, quadros e tabelas

---

### Gráficos

- 1 Liberalização dos controles sobre entradas e saídas de capitais – 1990-2005 67
- 2 Variação trimestral do ICC para a economia brasileira – 1990-2005 68
- 3 ICC acumulado para a economia brasileira – 1990-2005 69
- 4 Índice de Abertura Financeira (%) 71
- 5 Teste de estabilidade estrutural 76
- 6 Funções impulso-resposta (DLNICC, DLNPIB, DTXNOMSA e DLNCANOMSA) 77
- 7 Teste de estabilidade estrutural do modelo VAR estimado 83
- 8 Funções impulso-resposta (DIAFSA, DLNPIB, DTXNOMSA e DLNCANOMSA) 83

### Quadros

- 1 Resumo da legislação cambial básica 44
- 2 Principais medidas liberalizantes na década de 1990 51
- 3 Principais medidas liberalizantes no período 2001-2005 55
- 4 Indicadores utilizados no ICC 66
- 5 Rubricas do balanço de pagamentos componentes do IAF 70
- 6 Especificações dos dados brutos 72

### Tabelas

- 1 Síntese da legislação (1990-2005/2006) 66
- 2 Testes de raiz unitária ADF – 1994:03/2005:02 73
- 3 Teste de estabilidade estrutural – *Chow's breakpoint test* 74
- 4 Seleção do modelo para o VAR 75
- 5 Testes de causalidade de Granger 78
- 6 Análise de decomposição de variância 79
- 7 Seleção do modelo para o VAR 82
- 8 Testes de causalidade de Granger 85
- 9 Análise de decomposição de variância 86



## Agradecimentos

---

De forma enfática, gostaria de agradecer o incentivo e o apoio para a realização e o desenvolvimento deste projeto, particularmente ao Banco Central do Brasil. Além de proporcionar a base financeira, foi a base institucional necessária para sua concretização, possibilitando o desenvolvimento deste seu funcionário.

Sobretudo à Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e, particularmente, ao seu Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE/UFRGS), com toda a sua estrutura e profissionalização, pelo acolhimento no curso e pela oportunidade ímpar de participar de seu programa de ensino de qualidade, com um ambiente propício ao desenvolvimento e ao crescimento intelectual.

Particularmente a meu orientador nesta dissertação, André Moreira Cunha, por sua paciência na condução e atenção para com este projeto, oferecendo toda a sua experiência como economista nos comentários e sugestões certamente integralizados nesta dissertação. Agradeço também aos membros da banca que se dispuseram gentilmente a participar do processo de avaliação deste trabalho.

Não posso esquecer de agradecer ao economista Marcos Tadeu Caputi Lélis. Sou extremamente grato por seus imensos conhecimentos econométricos e por sua capacidade didática, essenciais para o desenvolvimento da etapa mais empírica deste trabalho.

Faço ainda um registro especial de agradecimento e também de admiração ao trabalho de Sérgio Monteiro. Com sua clareza didática e entusiasmo, foi o primeiro professor a me incentivar no estudo mais sistematizado e profundo de Economia, contribuindo fortemente com seus comentários e orientações para minha formação na área, que se encontram certamente subjacentes a este trabalho.

Por fim, gostaria de mencionar as contribuições também inestimáveis dos demais professores e colegas no PPGE/UFRGS, com os quais tive a oportunidade de conviver e aprender nesse período de estudos. Em especial, aos economistas Andres Ferrari, Mirelli Malaguti e Rosa Chieza, pelo apoio e o compartilhamento de suas amizades e de seus conhecimentos em Economia.

A todos, minha profunda gratidão... e meu sincero obrigado!



*"Capital account liberalization remains one of the most controversial  
and least understood policies of the day. (...) empirical  
analysis has failed to yield conclusive results."*

Eichengreen (2002, p. 341)



## Resumo

---

O presente trabalho busca avaliar o processo de liberalização da conta capital em implementação no Brasil a partir da década de 1990, através da pesquisa nos trabalhos já registrados na literatura internacional (Capítulo 1), associada a uma abordagem empírica própria (Capítulo 3). Utilizam-se dois índices independentes para avaliar o comportamento do setor externo da economia (ICC, *de jure*, e IAF, *de facto*) e, assim, realizar maiores inferências econométricas sobre tal processo. Essa abordagem soma-se às iniciativas anteriores para compreender os vínculos entre a abertura financeira e o desempenho macroeconômico nos países em desenvolvimento em geral e no Brasil, em particular. Nesse sentido, identificou-se a ampliação do grau de conversibilidade da conta capital do país no período 1990-2005 (Capítulo 2), sem, entretanto, verificar-se uma evidência de geração de benefícios para o crescimento econômico e de redução de volatilidade macroeconômica, nos termos apontados nos exercícios econométricos – o IAF chega, até, a apontar uma relação robusta do aumento dos fluxos financeiros com a maior oscilação da taxa de câmbio.

Os resultados apresentados vão ao encontro da tendência predominante na literatura internacional, qual seja, de que não se consegue estabelecer uma relação causal positiva e robusta entre liberalização financeira e crescimento econômico. No mesmo sentido, a experiência brasileira na liberalização financeira, capturada pela evolução do ICC e do IAF, parece estar vinculada ao aumento na taxa de juros e não à sua redução. Esses resultados confirmam a hipótese de que a integração de um país em desenvolvimento aos fluxos de capitais internacionais leva à necessidade de práticas de juros mais altos para atraí-los e mantê-los no país. Conclui-se pela conveniência de um grau ótimo de exposição aos fluxos de capitais internacionais pelos países periféricos, que devem controlar riscos, proporcionar avanços econômicos e, sobretudo, contar com um gerenciamento prudencial da conta capital pelas autoridades monetárias.





## Introdução

---

Um tema controverso recorrente no debate econômico contemporâneo encontra-se na forma de inserção e operação das economias no mundo globalizado, sobretudo no tratamento dispensado aos fluxos financeiros internacionais. De acordo com a legislação do setor externo de cada país, tem-se uma conversibilidade menor ou mais ampla de uma moeda local, o que se refletiria na determinação dos movimentos dos fluxos internacionais para cada país. Objeto de apreciação na academia e em debates públicos no país, o assunto é o tema central deste estudo.

Entretanto, a elevação do fluxo de capitais nos anos 1990 e a ocorrência de crises de caráter financeiro em escala mundial despertaram o interesse para várias investigações teórico-empíricas sobre o *grau de exposição dos países e os efeitos dessa maior integração global* – problema básico subjacente ao presente estudo. Assim, grande parte dos trabalhos centrou-se na *performance* macroeconômica dos países em desenvolvimento e na eficácia, ou não, de controlar a movimentação do capital externo.

A entrada de capital seria benéfica para um país na medida em que elevasse os níveis de investimento e de renda, mas, simultaneamente, imporia desafios de política macroeconômica, relacionados, por exemplo, com a apreciação da moeda, no caso de um regime de câmbio flutuante. Isso geraria dificuldades à competição internacional, principalmente de países em desenvolvimento que adotam o modelo *export-led growth* com base no câmbio depreciado [Fischer (1997)].

De qualquer forma, parte da literatura enfatiza a importância dos aspectos benéficos da adoção de controles de capitais<sup>1</sup> para economias em desenvolvimento, até mesmo como forma de construção e manutenção de um ambiente macroeconômico estável que propicie a confiança dos agentes na economia e, em última instância, permita a atração de poupança externa necessária para o financiamento interno, sobretudo do investimento produtivo. Sob essa ótica, tornar-se-ia conveniente a adoção de controles de capitais por países em desenvolvimento, política que justamente se procurará avaliar com uma abordagem teórica e empírica.

Um argumento básico, que permeia todo o trabalho, refere-se ao *tradeoff* existente entre a maior abertura da conta capital<sup>2</sup> e o maior risco de crise externa associado.<sup>3</sup> Dessa forma, vislumbra-se um desafio básico, qual seja, de decidir o grau de exposição da economia aos fluxos internacionais de capitais, o que implica definir a forma de inserção e o melhor arranjo institucional necessário para o gerenciamento externo do país, garantindo o desenvolvimento econômico com uma crescente participação na economia internacional. Como salienta Tarullo (1999), a questão toda está em capturar os ganhos da mobilidade de capitais de grande escala e evitar as crises que possam advir conjuntamente, tendo em vista basicamente a idéia precípua subjacente à utilização de controles de capitais.

Nesse contexto, o presente trabalho constitui-se de uma investigação teórico-empírica acerca do grau de conversibilidade<sup>4</sup> da conta capital do Brasil no período recente, de forma a avaliar a exposição externa da economia e caracterizar seus efeitos sobre os principais indicadores macroeconômicos (taxa de crescimento do PIB, taxa de câmbio e de juros). A preocupação primária está em analisar se é benéfica ou não a adoção de um regime de plena conversibilidade pelo Brasil – como recentemente sugerido por Arida (2003a, 2003b, 2004) –, dadas as suas características institucionais próprias, sua inserção externa e suas perspectivas na economia globalizada, diante dos desafios e benefícios de adotar tal regime. Para tanto, faz-se uso das evidências teóricas e empíricas já registradas na literatura teórica internacional e investiga-se econometricamente a dinâmica recente de alteração da legislação cambial do país, juntamente com o subsídio proporcionado pelo estudo econométrico acerca da experiência brasileira recente de liberalização da conta capital (1994-2005), com base na metodologia de vetores auto-regressivos (VAR).

Assim, o presente estudo tem o *objetivo* de trazer para reflexão a questão sobre o uso de controles de capitais no âmbito dos países em desenvolvimento e contribuir para o debate sobre a conversibilidade da conta de capitais no Brasil, sob dois enfoques complementares. Por um lado, a análise da literatura teórico-empírica e sua sistematização ajudarão na compreensão global das diversas abordagens e pesquisas isoladas sobre aspectos específicos do tema e na comparação dos diversos resultados empíricos já obtidos. Com essa visão, será possível compreender a formação e a evolução do arcabouço institucional pertinente à área externa do país para o período recente e entender a natureza das mudanças liberalizantes e simplificadoras, constituindo um pensamento crítico acerca dos benefícios e desafios do processo atual. Tal visão, apoiada no método histórico, proporciona, sobretudo, um encadeamento de fatos que permite compreender a implementação de medidas pontuais do ordenamento cambial dentro de um processo histórico mais abrangente, dando-lhes sentido em conjunto.<sup>5</sup>

A outra contribuição consiste em atualizar os indicadores disponíveis para o grau de liberalização da conta capital em um período de mudanças normativas até 2005. Para tanto, utiliza-se um indicador quantitativo, com base na metodologia de Cardoso & Goldfajn (1997), verificando se a tendência apontada pelos estudos prévios se manteve ou não. Ao mesmo tempo, seus efeitos sobre variáveis

macroeconômicas selecionadas serão apreciados através de uma análise econométrica, com base em indicadores *de jure*, nos moldes indicados anteriormente, e *de facto*, o que possibilita uma visão específica e paralela do processo de abertura (de caráter *de jure*) e de integração financeira externa do país (*de facto*). Desse modo, entende-se que o estudo possa servir pelo menos de subsídio à tomada de decisão pelos *policymakers* sobre a conveniência e a profundidade do ajuste da legislação cambial pertinente, recentemente alterada,<sup>6</sup> no sentido da ampla liberalização de capitais. É com esse horizonte que procuramos encaminhar a pesquisa teórico-empírica nas páginas seguintes.

O trabalho está estruturado em três capítulos, além desta breve introdução. O Capítulo 1 procura condensar os principais estudos e discussões teóricas e empíricas, nesse campo de pesquisa. No Capítulo 2, enfocam-se as evidências sobre a experiência brasileira em seu processo de liberalização realizado a partir do fim da década de 1980. Em seguida, dada a discussão teórica inicial e a visão global do processo de abertura implementado no país, o Capítulo 3, com um enfoque mais empírico-quantitativo, apresenta a construção dos índices de abertura e integração financeira propostos e efetua os exercícios econométricos para avaliar os efeitos da liberalização da conta capital sobre a economia brasileira. Conclui-se ao final, procurando-se delimitar uma agenda de pesquisa a respeito das perspectivas no país com relação à maior conversibilidade da conta capital no futuro próximo, certamente novos desafios que deverão ser avaliados brevemente pelas autoridades públicas.



# 1. Liberalização da conta capital: aspectos teóricos e empíricos

---

Parte-se, nessa etapa, para a análise dos riscos e benefícios, potenciais e reais, associados com a liberalização da conta capital através da revisão dos estudos empíricos disponíveis. Busca-se, aqui, a experiência dos países com seus respectivos processos de liberalização externa, de forma a construir uma visão mais abrangente sobre o tema e prover subsídios para a análise do caso brasileiro. Também se procura entender a factibilidade e a desejabilidade da adoção de controles, buscando-se apreender algumas evidências sobre grau de abertura e integração das economias com os fluxos financeiros globais.

As pesquisas trazem à luz as experiências com o uso de controles, inclusive como forma de gerenciamento frente a crises econômicas, externas e internas, o que constitui um subsídio importante para avaliação do grau de abertura ideal de uma economia. Ressalta-se, desde já, que a evidência empírica é inconclusiva sobre os benefícios da liberalização da conta capital. Cardoso (2003b, p. 1) ilustra bem esse aspecto ao apontar que, “(...) na prática, a teoria é outra. Para cada trabalho acadêmico que descobre indícios de impacto positivo da abertura da conta de capital no crescimento, aparecem dois outros que mostram o sinal contrário”.

Nesse contexto, o presente capítulo tem por objetivo responder basicamente a três questões centrais relacionadas para os países em desenvolvimento, decorrentes dos estudos empíricos: qual a natureza da relação da liberalização financeira com o crescimento econômico; qual sua relação com crises econômicas; e quais os riscos da volatilidade macroeconômica para essas economias. De forma subjacente a essas questões, procura-se avaliar se os fluxos de capitais livres levam a um crescimento econômico mais rápido no longo prazo que possa compensar os custos relacionados a crises e à instabilidade econômica associados com essa liberalização no curto prazo. Ou seja, enfocam-se os ganhos potenciais e os riscos que os mercados de capitais abertos e os fluxos financeiros voláteis apresentam.

Conforme as evidências, verifica-se quais as possibilidades de implementação da maior liberalização dos fluxos externos no país, comparando com a experiência internacional e a tendência nos países em desenvolvimento – o que também possibilita a avaliação da adequação das restrições cambiais brasileiras frente ao praticado pelos demais países, sobretudo os países em desenvolvimento. A hipótese central é de que a adoção de um eventual regime de plena conversibilidade da conta capital no Brasil não encontra embasamento teórico, muito menos evidências empíricas robustas que sustentem uma tomada de decisão nessa direção.

Para tanto, o capítulo está estruturado em quatro seções, além dessa breve introdução e da conclusão. Na primeira seção, apresenta-se um sucinto histórico sobre o uso de controles de capitais, de forma a compreender, numa visão mais ampla, o momento histórico da arquitetura do sistema financeiro internacional de alta mobilidade de capitais, exposta a seguir. Após, introduzem-se as principais contribuições empíricas acerca dos riscos potenciais da liberalização, relacionados com a volatilidade macroeconômica e a vulnerabilidade externa nos países em desenvolvimento. Por fim, abordam-se as evidências de liberalização da conta capital sobre crescimento econômico, concluindo-se ao final.

## **1.1 Histórico recente do uso e da discussão sobre controles de capitais**

É a partir dos anos 1980, mas, sobretudo, nos anos 1990, que os controles de capitais vão sendo mais fortemente relaxados nos países centrais. Entretanto, enquanto a maioria dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) aumentou seu grau de liberalização na década de 1980, essa tendência não se verificou nos países em desenvolvimento, os quais se dividiram entre os que aumentaram, reduziram ou o mantiveram inalterado. Aqueles que na década de 1970 tinham um grau relativamente alto de liberalização moveram-se na direção da redução da exposição externa [Edison *et al* (2002a)].<sup>7</sup>

Especificamente, a evolução do tratamento dos capitais externos deu-se de maneira distinta entre países desenvolvidos e países em desenvolvimento, sobretudo na América Latina. Aqui, após uma tentativa de liberalização do movimento de capitais já nos anos 1950 – inclusive no Brasil, com uma experiência na primeira metade do governo Dutra –, gradualmente impuseram-se restrições, dado o crescimento de dificuldades nos pagamentos externos já naquela época. Os choques do petróleo nos anos 1970 e a crise da dívida nos anos 1980 também ocasionaram um aperto maior dos controles sobre os fluxos de capitais. Criados para ajudar a defender as economias da volatilidade econômica internacional, levaram anos para serem removidos [Carvalho e Sicsú (2004)].<sup>8</sup>

Assim, aquele movimento de abertura não foi acompanhado na América Latina, a qual, em média, teria registrado uma ampliação do grau de fechamento externo até 1993 – até como reflexo da redução dos fluxos financeiros para a região em decorrência da crise das dívidas dos anos 1980 [Cooper (1999)] – solucionada apenas no início da década de 1990, nos moldes do Plano Brady.

No entanto, vários economistas mostram-se preocupados com a tendência liberalizante nos países em desenvolvimento, registrada no período recente. Segundo Bhagwati (1998), a história registra exemplos ilustrativos de que os ganhos da livre mobilidade de capitais podem ser pouco relevantes. China e Japão, por exemplo, com políticas e experiências históricas distintas, registraram crescimento notável sem conversibilidade da conta capital. O próprio retorno dos países em transição da Europa Oriental à prosperidade teria sido também alcançado sem a conversibilidade da conta capital. À exceção da região helvética, a liberalização da conta capital foi muito lenta nesses países e não teria ganhado força até o final dos anos 1980.

Helleiner (1994), entre outros, resgata o pensamento de Keynes e White<sup>9</sup> na formação do Acordo de Bretton Woods, como argumento relevante para compreender a necessidade do uso de controles sobre as movimentações financeiras internacionais, principalmente diante da onda liberalizante dos anos 1990. Segundo o autor, já na década de 1940 argumentava-se que não se deveria mais permitir, aos capitais voláteis, a possibilidade de romper com a estabilidade econômica de países e, em consequência, do sistema monetário internacional, como ocorrera em 1931, em nome de princípios liberais. Pelo contrário, afirmava-se que a recuperação do livre comércio estava diretamente relacionada ao controle de capitais, inclusive sobre os movimentos dos capitais ditos produtivos, e que o livre fluxo de capitais era indesejável.

Edwards (1999) também constatou que essa idéia de restrição sobre a mobilidade de capitais, como um mecanismo para reduzir a instabilidade macroeconômica, não era nova dentro das discussões sobre política econômica. Nos anos 1970, Tobin (1978) já argumentava que um imposto global sobre as transações de moeda estrangeira reduziria a especulação desestabilizadora nos mercados financeiros internacionais.<sup>10</sup> Atualmente, nessa primeira metade dos anos 2000, as discussões têm sido focadas mais na utilização de restrições pontuais de mobilidade de capital nos países em desenvolvimento – dada a abertura generalizada nos países centrais –, e lidam com temas como o grau ótimo de mobilidade de capital, a evidência empírica na relação entre mobilidade e *performance* econômica e a própria efetividade do uso de controles sobre entradas e saídas.<sup>11</sup>

Franco e Pinho Neto (2004) constatarem que até a crise asiática de 1997 havia uma crença em uma associação positiva e significativa entre grau de abertura e crescimento, em boa medida em face da experiência daqueles países num mundo crescentemente globalizado, com novas e mais amplas formas de abertura. Mais do que isso, ganhou ênfase a crença de que o crescimento econômico sustentado decorreria naturalmente da implementação da abertura da conta de capitais, bastando apenas ter a devida cautela quanto ao seqüenciamento da liberalização.<sup>12</sup>

Assim, no início e até a metade dos anos 1990, grande parte dos economistas defendia generalizadamente uma política de rápida liberalização da conta capital para países emergentes, com a esperança de geração de amplos benefícios, como o aumento de influxos para financiar o investimento e aumentar o crescimento; a possibilidade de facilitar a diversificação de risco e, em decorrência, reduzir a

volatilidade no consumo e na renda; além de também aumentar a disciplina de mercado, levando a uma alocação de capital mais eficiente e a um crescimento maior da produtividade. Muitos países seguiram essa política removendo restrições na conta capital, e os resultados iniciais foram geralmente positivos, com aumento de influxos, *booms* de investimento<sup>13</sup> e crescimento.

Essa era a visão predominante até 1997, quando teve início a crise da Ásia e essa percepção começou a ser amplamente questionada. O tema foi rediscutido no encontro anual do FMI realizado em Hong Kong, na tentativa, derrotada, de inclusão da conversibilidade da conta de capitais como objetivo a ser alcançado.<sup>14, 15</sup> O assunto, então, tornou-se mais polêmico, nos anos que se seguiram, em razão dos reflexos negativos gerados por bruscas e volumosas movimentações de capitais entrando ou saindo de países emergentes. Muitos países emergentes que haviam removido restrições na conta capital – como México, Tailândia, Coréia, Rússia e Argentina – experimentaram severas crises financeiras, as quais acabaram levando a opinião pública mundial a questionar os benefícios de fluxos de capitais irrestritos nos mercados emergentes.<sup>16</sup>

As certezas sobre o assunto, portanto, diminuíram no mundo acadêmico e nos círculos de *policymakers*, especialmente nos países emergentes, aí incluído o Brasil. As vantagens do processo de globalização financeira passaram a ser questionadas e começou-se a pensar em controles de capitais como um instrumento perfeitamente útil na prevenção do caos que poderia se instalar a partir de bruscos movimentos especulativos. Forbes (2004) concorda que o então amplo suporte para liberalização da conta capital nos mercados emergentes mudou para uma posição de ceticismo e, até mesmo, de apoio a controles de capitais em certas circunstâncias.

Assim, essa mudança de atitude, suportada pela evidência macroeconômica inconclusiva sobre os benefícios da abertura da conta capital,<sup>17</sup> conduziu à configuração atual do debate, muito mais permeado por dúvidas empíricas do que por convicções teóricas, como se irá também abordar na seção específica adiante.<sup>18</sup> Em suma, no momento atual, como bem frisa Cardoso (2003a, p. 15), “[...] existe pouca ou nenhuma evidência acerca da relação entre (instituições) liberalização de capital e crescimento”.

## **1.2 Panorama da arquitetura financeira internacional: mobilidade de capitais, instabilidade dos fluxos financeiros e desafios às estratégias nacionais no contexto da globalização**

Nos anos 1990, ocorreram importantes transformações que apontavam para um período de economias mais abertas, acelerando o ritmo da globalização da economia mundial que se verificava já na metade dos anos 1980. O ressurgimento dos fluxos internacionais de capitais, a partir de 1990, tanto para o Brasil quanto para muitos outros países emergentes, teria sido reflexo dessa maior integração financeira e de um vasto processo de desregulamentação – de caráter, portanto,



político –, ocorrido não só nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento [Cardoso e Goldfajn (1997)].<sup>19</sup>

Outro ponto de destaque é a modificação da qualidade dos fluxos privados de capitais, o que representa uma ampliação do poder de transmissão de crises entre os países, alterando sua própria dinâmica. Num contexto de ampliação tanto no volume de recursos – em termos absolutos e relativos – quanto no número de agentes envolvidos, a natureza das crises financeiras alterou-se, com um predomínio de crises da conta capital, ou seja, de reversões súbitas nos fluxos privados de capitais, motivadas por problemas domésticos ou por efeito-contágio [Cunha (2004b)].

Dessa forma, o processo de globalização passa a caracterizar-se por uma autonomia dos fluxos de capitais frente às necessidades de transações correntes [Carneiro (1999, p. 12)].<sup>20</sup> Assim sendo, as mudanças de posição dos agentes vão estar em geral associadas a expectativas de ganhos de capital decorrentes de variações esperadas de taxas de juros e câmbio. Portanto, em países em desenvolvimento, ao tempo em que influxos de capitais podem constituir uma fonte de financiamento do desenvolvimento, também podem contribuir para aumentar os problemas de administração de juros e câmbio.<sup>21</sup>

Em economias cada vez mais abertas, a taxa cambial constitui um dos preços mais importantes, sobretudo nos países em desenvolvimento, com um alto *pass through* para o nível de preços doméstico. Dada a dinâmica dos mercados financeiros, um único *player* pode influenciar a taxa cambial, e assim o nível de preços [Mollo e Silva (1999)],<sup>22</sup> o que resulta no crescimento da volatilidade dos preços, taxas de câmbio e de juros de maneira generalizada entre os países [Carvalho (2005b)]. O problema é que, em economias em desenvolvimento, a taxa cambial, além de ser um dos mais importantes preços financeiros, também o é para os mercados de bens e serviços. Grandes flutuações nos preços de ativos podem, portanto, desorganizar os mercados dos quais depende o bem-estar econômico da ampla maioria de uma população.

Além disso, mudanças cambiais impactam o investimento e a competitividade das empresas. A incerteza afeta as atividades econômicas, sobretudo aquelas que precisam de planejamento antecipado e envolvem decisões de alto custo, como o investimento de longo prazo na capacidade de produção para exportação, particularmente quando os processos produtivos utilizam componentes importados. Ou seja, o risco de variação cambial pode influenciar o volume de investimento numa economia, pois pode determinar se um projeto será, *ex post*, lucrativo ou não, dado o patamar das mudanças na taxa de câmbio. Fatores monetários, como mudanças na taxa de câmbio, podem então gerar um impacto importante sobre o investimento produtivo e a competitividade internacional.<sup>23</sup>

Essas preocupações estão naturalmente mais presentes nas economias em desenvolvimento. É sobretudo no âmbito dos países periféricos que livre movimentação de capitais e taxas flutuantes podem ser basicamente incompatíveis.<sup>24</sup> Assim, o controle sobre pelo menos alguns tipos de movimentos de capitais,

de forma a reduzir a variabilidade tanto nominal quanto real da taxa cambial, poderia ser plenamente justificável e recomendado como pilar de um projeto de desenvolvimento econômico.<sup>25</sup> Essa seria uma alternativa de política macroeconômica para países periféricos como o Brasil, que possibilitaria o afastamento da combinação de altas taxas de juros com câmbio sobrevalorizado, a qual, segundo a Unctad (2004), impediria o desenvolvimento econômico sustentável nas economias de mercado emergentes. De sua parte, essa política de flutuação cambial com política monetária restritiva para controlar a inflação acabaria desestabilizando as contas externas e abriria espaço para que a especulação gerasse altas taxas de retorno para investidores internacionais arbitrando nas taxas de juros.

Nesse contexto, restrições sobre os movimentos de capitais de curto prazo e o uso de derivativos (como opções, futuros e swaps) podem ser adotadas com vistas à redução do grau de incerteza e da volatilidade dos preços-chave da economia, dado que a expressiva ampliação da movimentação diária de divisas tornou muito mais difícil aos bancos centrais defender o valor de suas moedas em casos de ataque especulativo ou pânico generalizado. Segundo Mollo e Silva (1999), taxas de câmbio e de juros relativamente estáveis seriam essenciais, respectivamente, para o comércio internacional e para a programação de investimentos de longo prazo, com reflexos diretos sobre o produto de uma economia. “The more scope there is for short term round tripping, the more the goods market will reflect the volatility of capital markets” [Dornbusch [1998, p. 1)].<sup>26</sup>

O problema seria a instabilidade ampliada quando a moeda fosse negociada como ativo no mercado financeiro internacional, concorrendo com outras divisas, também negociadas como ativos financeiros. Percebe-se, nessas circunstâncias, que a divisa-chave, que deveria cumprir o papel de unidade de conta comum e permitir alguma estabilidade de contratos, divide tal papel com o de ativo financeiro. Dessa tensão, resultaria maior ou menor instabilidade internacional. “It was originally thought by many [...] that freely flexible exchange rates provide insulation from world conditions of instability for a given country. Experience both in the 1930s and in the 1970s, however, seems to indicate otherwise” [Kindleberger (1986, p. 293)].

Nesse sentido, Carneiro (1999) lembra que é diferenciada entre os países a possibilidade de as flutuações da taxa de câmbio absorverem integralmente as oscilações nos fluxos de capitais, isolando a política doméstica. Ele faz aqui uma distinção importante entre países de moeda conversível e não-conversível – ou seja, de aceitabilidade internacional. Para os primeiros, o grau de sacrifício da política econômica doméstica – especialmente a manipulação das taxas de juros – para evitar elevada instabilidade nas taxas de câmbio seria menor do que naqueles de moeda não-conversível. Ou seja, poder-se-ia lidar com fluxos de capitais através de menores variações nas taxas de juros e de câmbio, numa realidade bem mais estável. Isso se daria porque haveria uma demanda contínua por essas moedas, o que tornaria os fluxos mais sensíveis a pequenos diferenciais de rentabilidade.

Logo, a possibilidade de livre movimentação de capitais aumentar a volatilidade cambial (em um sistema de câmbio flutuante) seria uma preocupação mais presente nos países em desenvolvimento. No limite, a movimentação financeira sem regras impediria o controle e até mesmo o cálculo da taxa de câmbio, desorganizando o sistema de preços em que se baseia a economia real. Conforme Singh (2002), seriam as próprias características do sistema financeiro as geradoras da volatilidade cambial. Assim, a competição bancária global e a visão imediatista dos principais *players*, associadas a um sistema de *rewards* sobre resultados para os gestores de fundos, ajudariam a reforçar o caráter de curto prazo sobre as decisões de fluxos de capitais, caracterizando as oscilações a que os países acabam assistindo. Sob essa ótica, os livres fluxos de capitais não levariam a um crescimento econômico mais rápido, havendo fortes indícios contrários.

### 1.3 Volatilidade macroeconômica e vulnerabilidade a crises

Em teoria, a abertura financeira pode ajudar os países em desenvolvimento a gerenciar a volatilidade macroeconômica do produto e do consumo.<sup>27</sup> Entretanto, a evidência empírica apontada por diversos pesquisadores sugere que esses países não alcançaram plenamente esse benefício potencial. Na prática, como sugerem Prasad *et al* (2003), haveria um quadro duvidoso: a evidência entre abertura e volatilidade macroeconômica seria inconclusiva. Especificamente, a volatilidade do crescimento do produto declinou nos anos 1990 relativamente às três décadas anteriores, mas a volatilidade na taxa do consumo relativa àquela taxa de crescimento de renda na média *aumentou* para as economias emergentes no mesmo período, justamente quando se deu o rápido aumento dos fluxos de capitais internacionais. Ou seja, argumenta-se que o acesso pró-cíclico aos mercados de capitais internacionais parece ter um efeito prejudicial sobre a volatilidade do consumo em economias em desenvolvimento integradas financeiramente.

Kose, Prasad e Terrones (2003) também confirmam o aumento na volatilidade da função consumo nos anos 1990 em países que possuem amplos fluxos financeiros. Além disso, sugerem que há pouca evidência de que países em desenvolvimento tenham se beneficiado de maior integração financeira para estabilizar as flutuações do consumo. Consistente com essa análise, sugere-se que a natureza pró-cíclica dos fluxos de capitais aparenta ter tido um impacto adverso na volatilidade do consumo em países em desenvolvimento, até pelas paradas bruscas de influxos [Calvo e Reinhart (1999)]. O estudo de Bekaert, Harvey e Lundblad (2002) confirma esse resultado para o período 1980-2000, indicando que a abertura da conta capital aumenta a volatilidade do consumo e do produto em países em desenvolvimento.

Já Razin e Rose (1994) estudam o impacto conjunto da abertura comercial e financeira sobre a volatilidade do produto, do consumo e do investimento para uma amostra de 138 países no período 1950-1988, sem encontrar uma relação significativa entre abertura e volatilidade dessas variáveis – mesma conclusão de

Easterly, Islam e Stiglitz (2000) para uma amostra de 74 países para o período 1960-1997. Seus resultados indicam que nem a abertura financeira nem a volatilidade dos fluxos de capitais têm um impacto significativo sobre a volatilidade do produto.

Por outro lado, Kose e Prasad (2004) também indicam que países emergentes não conseguiram reduzir a volatilidade do consumo interno por meio dos mercados financeiros internacionais. Na verdade, as crises financeiras que ocorreram nessas economias estiveram associadas a quedas profundas tanto na renda quanto no nível de consumo, o que indica a existência de um significativo *elemento pró-cíclico* para o acesso de países emergentes aos mercados de capitais internacionais. Ou seja, os investidores externos emprestam em bons tempos e retiram-se ao menor indício de crise, com efeitos amplos sobre a economia doméstica.<sup>28</sup>

Singh (2002) aponta que a liberalização da conta capital constitui um dos temas mais controversos, sobretudo por causa da grande desconexão entre a teoria econômica e os fatos no *real world*. Segundo o autor, os proponentes da teoria neoclássica sugerem que os fluxos de capital estrangeiro equilibram e ajudam a suavizar a função produção ou consumo de um país. Entretanto, Singh indica que parece ocorrer justamente o contrário: a liberalização da conta capital tem se associado com sérias crises financeiras e econômicas na Ásia e na América Latina nos anos 1990.

Para o autor, o processo de liberalização da conta capital parece ser acompanhado, em muitos casos, de maior vulnerabilidade a crises. Além disso, “[...] crises have been more frequent in the post-Bretton Woods era than they were” [Bordo e Eichengreen (2002, p. 30)]. Vale dizer, a globalização teria aumentado esses riscos, já que as ligações financeiras internacionais ampliam os efeitos de vários choques externos e os transmitem mais rapidamente entre as fronteiras nacionais: “[...] crises tended to be country-specific in the past, whereas today they tend to affect several emerging markets at the same time” [Prasad et al (2003, p. 60)]. Ou seja, o aumento das conexões financeiras entre os países também resulta na acentuação de efeitos-contágio.<sup>29, 30, 31</sup>

A pesquisa empírica indica, ainda, que a composição dos influxos de capital e a estrutura de maturidade dos débitos externos aparentam estar associadas com a *maior vulnerabilidade* aos riscos da globalização financeira.<sup>32</sup> Nesse contexto, a proliferação de crises monetárias e financeiras nos países em desenvolvimento<sup>33</sup> estaria associada à maior exposição dessas economias aos fluxos internacionais, sob várias formas [Prasad et al (2003)]:

1. pela tendência de os investidores internacionais se engajarem em negócios arriscados num momento e depois adotarem comportamento de manada,<sup>34</sup> desestabilizador para as economias;
2. pela possibilidade de, junto com investidores domésticos, efetuar ataques especulativos nas moedas locais, criando instabilidade não relacionada com os fundamentos políticos ou econômicos dos países;

3. pelo fato de o próprio risco de contágio constituir uma grande ameaça aos países anteriormente saudáveis, dada a possibilidade de retirada de capital pelos investidores externos por razões não relacionadas com fatores domésticos;

4. pela possibilidade de um governo, mesmo democraticamente eleito, não dar suficiente peso ao interesse das gerações futuras, o que se tornaria um problema quando os interesses atuais e futuros divergissem, levando o governo a incorrer em excessivas quantias de débito.<sup>35</sup>

Com relação à vulnerabilidade a crises econômicas, Singh (2002) entende que a liberalização da conta capital provoca maior fragilidade e suscetibilidade a crises econômicas profundas. Sugere, assim, um *link* entre liberalização do sistema financeiro e crise econômico-financeira para países em desenvolvimento, em que a incidência de crises seria relativamente maior do que em países avançados, gerando maiores custos sociais. Esses países não apenas sofreriam mais crises, como teriam crises mais profundas. O autor conclui, portanto, pela existência dessa relação entre liberalização da conta capital e crises financeiras e econômicas.<sup>36</sup> Nesse sentido, ele argumenta que a livre movimentação de IED também contribuiria para a fragilidade financeira em países emergentes e não geraria desenvolvimento econômico.<sup>37</sup>

Singh (2002) sugere que não haveria diferenças estatisticamente significantes entre as várias formas de fluxos de capitais, *inclusive* IED, e que os fluxos de longo prazo seriam tão voláteis quanto os de curto prazo, além de não existir garantia de impacto positivo de IED sobre investimento doméstico. Segundo o autor, a liberalização de fluxos apenas de longo prazo (IED), defendida pela maioria dos economistas, se não regulamentada, poderia também causar mais prejuízo do que benefício aos países receptores. Conclui-se, então, pela necessidade de *mecanismos institucionais apropriados* para garantir a autonomia da ação econômica do Estado.

Evidências empíricas adicionais indicam algumas causas próximas da relação observada entre os movimentos livres de capital e a instabilidade econômica. A volatilidade e o comportamento pró-cíclico dos fluxos de capitais privados para países em desenvolvimento seriam características bem atestadas dos movimentos de capital internacional durante as duas últimas décadas. Segundo Williamson e Drabek (1999), tais influxos surgem de repente, geralmente sem relação com os fundamentos econômicos do país, e o deixam quando são mais necessários, isto é, numa recessão. Mesmo para um país como o Chile, profundamente integrado com os mercados financeiros mundiais, o capital estrangeiro privado também seguiria esse comportamento, já tendo se retirado frente a um evento de queda dos preços do cobre no passado recente.

Sob essa lógica, “large speculative and *precautionary* international capital flows can create serious international payments problems for most nations – even those whose economic record has been exemplary” [Davidson (2002, p. 214, grifo adicionado)]. Já com relação aos efeitos dessa volatilidade dos fluxos de capitais, Ramey e Ramey (1995) encontraram uma relação positiva com a volatilidade do crescimento do produto e uma relação negativa entre crescimento de longo

prazo e volatilidade do crescimento do produto, resultados confirmados pelo estudo de Easterly, Islam e Stiglitz (2000).

Já Kaminsky e Reinhart (1999) exploram a ligação entre crises bancárias e cambiais e liberalização financeira, para uma amostra de vinte países (14 emergentes), entre 1970 e 1995. Eles concluíram pelo aumento expressivo em ambos os tipos de crises a partir de 1980, pela forte correlação entre as crises bancárias e cambiais e pela precedência da liberalização financeira às crises bancárias. Kunt e Detragiache (1998), também examinando crises bancárias, para uma amostra de 53 países, entre 1980 e 1994, atestam que crises bancárias são mais prováveis em países em que o sistema financeiro tenha sido liberalizado.

Dessa forma, deveria ser mais bem avaliada a idéia de que fluxos livres de capital levariam a um crescimento mais rápido e compensariam os efeitos de crise e instabilidade decorrentes. Crises econômicas afetam negativamente o investimento e o crescimento a longo prazo, com maior efeito sobre produto, nível de emprego, salário real, fluxos de capital e mudanças nos termos de troca dos países em desenvolvimento. Assim, a liberalização dos fluxos tende a gerar custos sociais e econômicos altos, dada a volatilidade e o comportamento pró-cíclico dos capitais. Ou seja, o argumento da geração de estabilidade e conveniência em períodos de recessão é descartado, ressaltando-se a *correlação negativa* entre volatilidade de capital e crescimento econômico.

Por outro lado, Eichengreen *et al* (1999) entendem que a liberalização da conta capital não causa crises econômicas, mas sim representa um fator que pode contribuir para reforçar os problemas econômicos de um país, processo que tende a aumentar as conseqüências de um mau gerenciamento do setor financeiro e de uma inadequada regulação e supervisão prudencial. Em particular, a liberalização aumenta o risco de crises se não for suportada por regulação e supervisão e adequadas políticas macro, dado o aumento potencial que gera para reversões bruscas de influxos de capitais.

A mesma conclusão é partilhada por Forbes (2004). Para ela, a liberalização da conta capital pode apresentar custos importantes. Por exemplo, ao aumentar a disciplina de mercado e a integração com os mercados financeiros globais, a remoção dos controles de capitais pode aumentar a vulnerabilidade de um país a crises bancárias e cambiais. Como visto nos anos 1990, essas crises podem ser graves e gerar substanciais custos econômicos e sociais.

Agora, o que se questiona é se é razoável para uma economia em desenvolvimento aceitar as crises como uma característica natural da globalização, cujos custos macroeconômicos são relativamente muito maiores e mais persistentes do que os dos ciclos econômicos, vistos como inerentes ao sistema econômico. Calvo e Reinhart (2002) documentam que crises cambiais em mercados emergentes são tipicamente acompanhadas por paradas bruscas ou reversões dos influxos de capitais externos, associadas a efeitos significativamente negativos sobre o produto. Eles também constatarem que tais recessões, seguindo depreciações ou grandes

desvalorizações cambiais, seriam muito mais acentuadas em mercados emergentes do que em economias desenvolvidas.

Nesse contexto, Ariyoshi *et al* (2000) apresentam motivos para o uso de controles sobre fluxos de saída de capitais durante crises financeiras. Um dos mais frequentes estaria no desejo das autoridades de limitar a pressão negativa sobre suas moedas. Tais restrições têm sido aplicadas a transações de curto prazo para conter a volatilidade dos fluxos especulativos que ameaçam a estabilidade da taxa cambial e o nível das reservas internacionais dos países em desenvolvimento. Também ajudaram a isolar a economia real da volatilidade dos mercados financeiros internacionais, além de dar tempo aos países para ajustarem suas políticas econômicas.<sup>38</sup>

As experiências da China e da Índia, amplamente citadas, também sugerem que controles permanentes sobre transações de capitais podem ter algum papel na redução da vulnerabilidade dos países aos efeitos de crises externas. Em particular, teriam ajudado a mudar a composição dos influxos para prazos de maturação maiores nesses países. Tais experiências foram importantes no contexto da crise de 1997 e contribuíram para reduzir a vulnerabilidade externa dessas economias. Para Williamson e Drabek (1999), o único fator que realmente os distinguiria dos atingidos pela crise estaria no grau de abertura da conta capital: a abertura da conta capital teria suscitado a vulnerabilidade que permitira à crise financeira se espalhar como verificado na Ásia. Esse seria, portanto, um fator relevante a ser considerado na elaboração de políticas sobre a abertura da conta capital.

Crises ocorrem em países com conta capital aberta e fechada, mas, de qualquer forma, há um acúmulo de evidência de que a liberalização da conta capital eleva o risco de crises cambiais, como sugerido por Rossi (1999). O próprio FMI [IMF (2003)] teve de reconhecer esse tipo de crise de balanço de pagamentos – concentrado na conta capital e não mais no pagamento das transações correntes –, caracterizado por reversões súbitas dos fluxos de capitais, os quais são crescentemente considerados responsáveis por novos riscos específicos para países em desenvolvimento, como ocorrido na Indonésia (1997-1998), na Coreia do Sul (1997-1998) e no Brasil (1998-1999).

Williamson *apud* Tarullo (1999) ressalta também o papel positivo dos controles diante de crises financeiras. Para ele, seria falho o argumento favorável à liberalização da conta capital frente a bons fundamentos macroeconômicos, boa supervisão prudencial do sistema financeiro e câmbio flutuante. Budnevich e Lefort (1997) também entendem que a exposição à turbulência dos mercados de capitais internacionais adiciona um fator de risco e volatilidade ao mercado de câmbio, o qual pode afetar o equilíbrio macroeconômico dos países em desenvolvimento. Mudanças bruscas no comportamento dos mercados internacionais alterariam fases de fundos abundantes e relativamente baratos, com escassez de recursos e rápido rearranjo das condições de negociação dos mercados.

Como conseqüência, segundo Prasad *et al* (2003), alguns dos países com conta capital aberta experimentaram colapsos no produto relacionados com crises monetárias ou bancárias custosas. Sem mecanismos para o gerenciamento dos

riscos externos, uma estrutura de produção especializada pode estar exposta à alta volatilidade do produto e, assim, à alta volatilidade na função consumo, desencorajando os países a adotar atividades especializadas que aumentem o crescimento. Dessa forma, uma volatilidade maior implicaria também taxas médias de poupança e investimento mais baixas.

Com relação a alternativas ao uso de controles de capitais, Rodrik *apud* McHale (1998) concorda que poderia haver maneiras melhores de lidar com o problema do mau gerenciamento dos fluxos de capitais do que recorrer a controles de capitais. Ele enfatiza, entretanto, que tais medidas, como a melhor regulação prudencial que vem sendo adotada de forma generalizada nas principais economias no mundo, a eliminação do *crony capitalism*<sup>39</sup> e o afrouxamento da excessiva rigidez nas taxas de câmbio, tomam tempo para se implementar. Entretanto, quando se está diante de uma crise, não há tempo para tanto. Ele conclui que os países deveriam trabalhar com todas as ferramentas de que dispõem e adotar uma “abordagem de portfólio” para o gerenciamento do setor externo com maior flexibilidade para uma gestão mais eficiente. Dados os limites práticos das outras soluções, os controles de capitais não podem ser simplesmente descartados.

Forbes (2004), embora sustente que controles de capitais podem levar a uma má alocação de capitais por um número diferente de canais, reconhece que eles podem ser úteis para reduzir a vulnerabilidade externa das economias. Entretanto, ela se refere ao uso de controles de capitais não como areia,<sup>40</sup> mas *mud in the wheels*<sup>41</sup> da disciplina de mercado, o que criaria uma série de distorções microeconômicas e ineficiências tão relevantes que poderiam substancialmente reduzir as taxas de crescimento de longo prazo. Por outro lado, a liberalização da conta capital, mesmo aumentando a possibilidade de crescimento da produtividade e dos padrões gerais de vida, poderia também majorar os riscos de crises, especialmente em países com instituições fracas, daí a conveniência do uso de controle de capitais.<sup>42</sup>

Em resumo, a evidência empírica indica que há uma relação forte entre liberalização e crises financeiras, constatação feita pelo próprio Banco Mundial.<sup>43</sup> Assim, a liberalização da conta capital aumenta o risco de crises recorrentes e de seus custos efetivos. Ao mesmo tempo, a evidência disponível não sustenta que a livre movimentação de capitais leva necessariamente a um crescimento econômico mais rápido no longo prazo em países emergentes. Portanto, nesses termos, não é recomendada a adoção de uma política de plena conversibilidade da conta capital em um país em desenvolvimento.

Por fim, vale lembrar que crises econômicas – e a instabilidade que a liberalização da conta capital parece gerar – podem comprometer o desenvolvimento econômico futuro de um país emergente, pela indução a saídas de capital doméstico, o que reduziria o investimento e o crescimento de longo prazo. Logo, “a incoerência e a crise são possibilidades sempre presentes e a intervenção extramercado se faz necessária para conter as tendências imanentes à desagregação intrínsecas a economias de mercado, e a mercados financeiros em particular” [Carvalho e Sicsú (2004, p. 15)].



## 1.4 Liberalização da conta capital e crescimento: a fraca evidência empírica

A discussão acadêmica sobre a liberalização da conta capital e sua relação com o crescimento também tem sido uma controvérsia constante. Apesar de a teoria indicar uma série de canais pelos quais a abertura financeira possa ajudar a promover o crescimento econômico nos países em desenvolvimento,<sup>44</sup> os estudos empíricos não apóiam uma relação causal forte e robusta entre crescimento e liberalização financeira e são, no máximo, inconclusivos. O que se depreende é que o argumento favorável à liberalização da conta de capitais, ou contrário à utilização de controle de capitais, está, na melhor das hipóteses, ainda para ser provado empiricamente.

Dadas as evidências empíricas, Cooper (1999) ressalta que a análise teórica dos pontos favoráveis e contrários à liberalização de capitais não proporciona uma clara conclusão sobre o impacto efetivo da liberalização de fluxos de capitais internacionais sobre o crescimento econômico. Ele também enfatiza que a acumulação de dados para vários países, para as últimas duas ou três décadas, proporcionou a elaboração de muitos estudos econométricos, mas seus resultados mostraram-se também inconclusivos e servem apenas como indicativo de um impacto positivo, mas sem condições de proporcionar uma conclusão mais forte.

Eichengreen e Leblang (2002) corroboram que as implicações da liberalização da conta capital sobre o crescimento econômico estão entre as questões financeiras e monetárias internacionais mais controversas da atualidade. Segundo os autores, a teoria *per se* não proveria uma base para concluir se a abertura da conta capital aumenta ou diminui o crescimento, assim como a evidência também seria inconclusiva. Em apoio a essa opinião, Forbes (2004) afirma que a literatura macroeconômica tem tido limitado sucesso empírico para mostrar de forma consistente os efeitos da liberalização da conta capital,<sup>45</sup> dados os resultados contrastantes dos principais estudos citados nessa área.

De fato, a relação entre liberalização da conta capital e crescimento estava longe de um consenso na literatura quando, mais recentemente, surgiu uma nova safra de estudos sobre o assunto, com uma abordagem mais caracteristicamente estatística [Franco e Pinho Neto (2004)]. Assim, uma série de estudos empíricos vem tentando sistematicamente examinar se a abertura financeira contribui para o crescimento. Entretanto, a maioria dos *papers* tende a achar nenhum efeito ou um efeito misto para países em desenvolvimento, o que sugere que, se a integração financeira tem um efeito positivo, não seria forte nem robusto.<sup>46</sup>

Grilli e Milesi-Ferretti (1995), por exemplo, elaboraram um dos primeiros estudos mais conhecidos sobre liberalização da conta capital e crescimento, para o período de 1966 a 1989 e com uma amostra de 61 países. Os autores não encontram um impacto robusto de controles de capitais sobre a taxa de crescimento e seus resultados não suportam a hipótese de que a liberalização da conta capital

promova o crescimento. A partir daí, os estudos passam a ser mais sofisticados no sentido de abranger maiores variações e outros procedimentos econométricos.

Quinn (1997) elaborou a primeira análise empírica sistemática a apresentar resultados positivos na correlação entre liberalização e crescimento, construindo um índice para o grau de abertura da conta de capitais com base na evolução de controles e restrições à conversibilidade reportados pelo FMI nas edições de seu *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER).<sup>47</sup> Assim, o autor encontra um efeito positivo robusto e estatisticamente significativo da liberalização da conta capital sobre o crescimento da renda *per capita*, para a amostra e o período selecionados.<sup>48</sup>

Após o estudo de Quinn, vários outros buscaram, de um lado, qualificar suas conclusões e, de outro, averiguar em que medida esses resultados eram generalizáveis para os países menos desenvolvidos. Eichengreen (2000) descarta essa correlação entre crescimento e liberalização para países em desenvolvimento. Edison *et al* (2002a) mostram que, fora da OCDE, a liberalização da conta capital parece significativa para crescimento apenas para países do leste da Ásia, mas não para países latino-americanos. E, mesmo para aqueles, questiona-se se esta variável não pode ser apenas uma *proxy* para outras, como a “qualidade do governo”.

Resultado semelhante é obtido por Klein (2003, p. 20), o qual, utilizando uma análise econométrica baseada na metodologia de Quinn, conclui que o “crescimento nos países pobres não deverá ser promovido através de liberalização da conta de capital”. Kaminsky e Schmuckler (2002) também apontam que os processos de liberalização ampliam os efeitos de *crashes* em economias emergentes e não sustentam o crescimento.

Arteta, Eichengreen e Wyplosz (2001), por sua vez, apresentam evidências que põem em questão a associação entre crescimento e liberalização da conta capital para os países desenvolvidos e para os países em desenvolvimento. Eles encontram uma evidência fraca na associação positiva entre liberalização e crescimento: os efeitos variariam conforme o tempo, a técnica utilizada na mensuração da liberalização da conta capital e o modo como essa relação é estimada.

Em comparação, muitos estudos não chegam a encontrar uma correlação entre abertura e crescimento. Rodrik (1998), por exemplo, elabora um dos estudos mais abrangentes e mais citados e não encontra relação significativa entre abertura da conta capital e crescimento.<sup>49</sup> Ou seja, não se encontra evidência de que os países que liberalizaram os fluxos de capitais tenham crescido mais rápido, investido mais ou registrado taxas de inflação menores do que aqueles que não liberalizaram. Assim, o pesquisador conclui que controles de capitais, efetivamente, “não estão correlacionados com o desempenho econômico de longo prazo” [Rodrik (1998, p. 8-9)].<sup>50</sup>

Edison *et al* (2002a) oferecem algumas explicações para as diferenças contrastantes nos resultados entre Quinn e Rodrik. Uma das principais estaria no próprio fato de a amostra de Quinn apresentar uma extensão temporal maior, a qual

diluiria o efeito da “década perdida” dos anos 1980 sobre o crescimento. Além de uma menor proporção de anos para esse período, sua relação de variáveis controláveis também seria maior, sua amostra incluiria poucos países em desenvolvimento de baixa renda, associado ao fato de estar trabalhando com foco na mudança da abertura da conta capital, e não sobre seu grau propriamente dito. Carvalho e Sicsú (2004) corroboram essa interpretação, indicando que os resultados do trabalho de Quinn aplicam-se basicamente aos países da OCDE e não podem ser extrapolados para países em desenvolvimento.

Em geral, há um número de possíveis explicações para os resultados conflitantes. Primeiro, pelo fato de ser extremamente difícil mensurar de forma acurada a abertura da conta capital [Prasad *et al.* (2003)]. Estatísticas empíricas que medem políticas e regulações acabariam não conseguindo captar precisamente a complexidade e a efetividade da liberalização. Medidas *de facto* de integração, tais como fluxos de capitais ou manutenção de ativos estrangeiros, também seriam problemáticas, já que alguns países com grandes influxos de capitais ainda mantêm controles de capitais relativamente estritos, como a China, mas com grandes fluxos *de facto*, enquanto outros com livre conversibilidade da conta capital acabam recebendo justamente pouco capital estrangeiro, como muitos países africanos. Ou seja, verifica-se a própria limitação de uma medida *de jure*, que não reflete a realidade *de facto* subjacente.<sup>51</sup>

Já Edwards (2001), com base na metodologia de Quinn, chega a conclusões razoavelmente distintas. Ao avaliar a hipótese de que a liberalização da conta capital gera efeitos distintos em países de alta e baixa renda, ele utiliza uma medida de intensidade de restrições da conta capital para o período entre 1973 e 1988 e encontra que a liberalização teria incentivado o crescimento nos anos 1980 em países de alta renda, enquanto o teria reduzido em países de baixa renda.

Portanto, haveria evidências de *efeitos distintos* da liberalização para países com diferentes graus de desenvolvimento, sugerindo que o desenvolvimento institucional atuaria na definição de seu impacto. Assim, conclui que a liberalização da conta capital só estaria associada a crescimento do produto *per capita* nos países industrializados e nos países emergentes mais ricos. Para esses últimos, somente após terem atingido um nível de desenvolvimento avançado é que se apresentaria tal correlação. Nesse sentido, “os países emergentes são essencialmente ‘diferentes’ das nações avançadas” [Edwards (2001, p. 16)].

Esse resultado também tem sido contestado em trabalhos posteriores. Edison *et al* (2002a), por exemplo, encontram que a associação entre liberalização da conta capital e crescimento seria mais forte nos países emergentes, especialmente na Ásia, e não nas economias da OCDE. Edison *et al* (2002b), por meio de diferentes metodologias e métodos econométricos, também chegam a resultados conflitantes. Seus resultados não permitem a rejeição da hipótese nula de que a integração financeira internacional não acelera o crescimento econômico de forma geral. Ou seja, eles não encontram uma associação estatística ou uma vantagem estável entre liberalização da conta capital e crescimento.<sup>52</sup>

Um estudo relevante é elaborado por Eichengreen e Leblang (2002). Eles entendem que a abertura da conta capital afetaria o crescimento através de dois canais, os quais operariam com diferentes graus de intensidade em diferentes períodos e países, o que não teria sido adequadamente distinguido nos estudos anteriores e impediria um resultado mais conclusivo.<sup>53</sup> Os controles da conta capital afetariam o desempenho macroeconômico de forma direta – através do impacto (negativo) sobre a alocação de recursos e eficiência – e, indiretamente, limitando o impacto negativo de crises domésticas e externas<sup>54</sup>. Assim, concluem que, em períodos de crise, de intensa instabilidade financeira, “[...] a capacidade de isolamento oferecida pelos controles é preciosa, mas é negativa quando as crises estão ausentes” [Eichengreen e Leblang (2002, p. 23)].

Desse modo, tais influências trabalhando em direções opostas fariam com que os estudos anteriores fossem inconclusivos, dado que não as identificam e são incapazes de verificar se o efeito de controles trabalha mais em uma direção ou em outra. Os autores sustentam, então, que o efeito líquido da utilização de controles seja *específico a cada contexto*: positivo em períodos de instabilidade financeira, quando a capacidade de isolamento dos controles seria extremamente útil, mas negativo quando não há crises e o efeito direto da conta capital aberta, de alocar recursos eficientemente, tenderia a dominar.<sup>55</sup>

A *survey* de Prasad *et al* (2003) também apresenta resultados inconclusivos. Assim, os autores sugerem que a abertura financeira deva ser tratada cautelosamente. Eles indicam que o surgimento de fluxos de capitais entre países industrializados e, mais notadamente, entre industrializados e em desenvolvimento desde os anos 1980 estaria associado a altas taxas de crescimento em alguns países, enquanto alguns outros países em desenvolvimento experimentaram colapsos nas taxas de crescimento e significativas crises financeiras no mesmo período, as quais tiveram um papel importante em termos de custos macroeconômicos e sociais. Por isso, entendem que os efeitos da integração financeira em países em desenvolvimento têm sido foco de um debate controverso.

Nesse contexto, Prasad *et al* (2003) apresentam uma avaliação da evidência empírica sobre os efeitos da globalização financeira em países em desenvolvimento, com foco no crescimento. Sua principal conclusão é que embora, em teoria, haja muitos canais pelos quais a abertura financeira possa aumentar o crescimento, um exame sistemático da evidência sugere ser difícil estabelecer uma relação causal forte entre o grau de integração financeira e a *performance* do crescimento do produto. Ou seja, se a integração financeira tem um efeito positivo sobre o crescimento, não haveria comprovação empírica robusta e clara de que o efeito seja estatisticamente significativo.

Kose e Prasad (2004) também indicam que países em desenvolvimento que liberalizaram suas contas de capitais tiveram taxas de crescimento mais altas do que os outros que não liberalizaram, mas ressaltam que essa associação não implica uma relação causal. Sua análise econométrica sugere que, *ceteris paribus*, o efeito causal da liberalização da conta capital sobre o crescimento foi, na melhor das hipóteses, fraco. Assim, a integração financeira deveria ser tratada com reserva.

Entretanto, a evidência não possibilita teorizar um ritmo, um caminho ótimo e um seqüenciamento de integração financeira de um país em desenvolvimento com os fluxos financeiros internacionais, pois não está claro se a própria liberalização é capaz, *per se*, de importar as melhores práticas e prover um ímpeto para aprimorar as instituições domésticas. Sob essa ótica, tais questões devem ser analisadas apenas no contexto específico das circunstâncias e instituições de cada país, o que corrobora a idéia de Eichengreen e Leblang (2002) supramencionada.

Prasad *et al* (2003) também entendem que a literatura teórica não é conclusiva na prática. Segundo eles, alguns trabalhos encontram um efeito positivo da integração financeira sobre crescimento, mas a maioria não o encontra ou, na melhor das hipóteses, identifica um efeito misto. Concluem, então, que objetivamente a extensa pesquisa realizada até hoje sugere que não há suporte robusto, sustentado e uniforme para o argumento teórico de que globalização financeira *per se* proporcione uma taxa mais alta de crescimento econômico [Prasad *et al* (2003, p. 8)].

De qualquer modo, haveria sempre o problema da causação envolvido nesses estudos empíricos dos efeitos da liberalização financeira sobre o crescimento, eis que poderiam apenas refletir uma associação entre os fluxos e a *performance* econômica e não uma necessária relação causal. Em outras palavras, as observações não descartam a possibilidade de uma causação reversa: países que conseguem um crescimento sustentado podem também optar pela integração aos fluxos internacionais, mesmo que a globalização financeira não contribua diretamente para acelerar o crescimento de um modo quantitativamente significativo.

Já Eatwell e Taylor (2000) apresentam evidências com um caráter mais histórico, comparando as taxas de crescimento e desenvolvimento alcançadas no período de “finanças reprimidas” do Sistema de Bretton Woods e as taxas alcançadas nos 25 anos de finanças liberalizadas no período pós-Bretton Woods. Para todos os países desenvolvidos, as taxas de crescimento caíram a um terço se comparadas com as do *golden age*, acompanhadas por um declínio na taxa de formação de capital e por um aumento do desemprego.

Como explicação, os autores entendem que a liberalização dos mercados de capitais teria conduzido a falhas sistêmicas que prejudicaram a todos e contribuíram para o declínio das taxas de crescimento e de investimento observadas nos países desenvolvidos e em desenvolvimento, na medida em que as autoridades nacionais perderam a capacidade de atuar de forma contracíclica. Mais do que isso, para captar recursos para seu financiamento, os países acabaram tendo de sustentar taxas elevadas de juros, abdicando do crescimento e do desenvolvimento.

## 1.5 À guisa de conclusão

Após ter procurado contextualizar o debate sobre o uso de controle de capitais e sua maior aceitação na prevenção de crises decorrentes de bruscos

movimentos especulativos, especialmente após a crise asiática, além de ter apresentado um panorama da economia globalizada, caracterizada pela interligação dos mercados, sobretudo financeiros, apontou-se para a relação entre abertura financeira e ocorrência de crises financeiras.

Basicamente, identifica-se, mesmo no âmbito de instituições multilaterais, que a liberalização da conta capital aumenta o risco de crises recorrentes e de seus custos efetivos, o que gera maior fragilidade e suscetibilidade a crises econômicas profundas. Sugere-se, assim, um *link* entre liberalização do sistema financeiro e crise econômico-financeira para países em desenvolvimento, nos quais a incidência de crises seria relativamente maior do que em países avançados e geraria maiores custos sociais. Esses países não apenas sofreriam mais crises, como também teriam crises mais profundas [Singh (2002)].

Ao mesmo tempo, a evidência disponível não sustenta que a livre movimentação de capitais necessariamente leva a um crescimento econômico mais rápido no longo prazo em países emergentes. Portanto, não é recomendada a adoção de uma política de plena conversibilidade da conta capital em um país em desenvolvimento. Sobretudo, a literatura empírica sobre liberalização da conta capital e crescimento é sensível à amostragem e a especificações de pesquisa, constituindo uma base fraca para sustentar recomendações de políticas econômicas. Nesse sentido, “[...] as evidências empíricas não são suficientes para validar a tese da liberalização financeira como política eficaz de promoção do crescimento econômico” [Hermann (2002a, p. 15)].

Portanto, a principal conclusão está em que é difícil encontrar evidências fortes para sustentar a proposição de que a maior abertura financeira ajuda os países em desenvolvimento a aumentar o crescimento e reduzir a volatilidade macroeconômica. Logo, torna-se difícil um estudo mais genérico conclusivo sobre o assunto, dados os numerosos canais pelos quais a liberalização da conta capital pode afetar uma economia. Assim sendo, talvez fosse mais produtiva a investigação sobre experiências de controles de capitais em países específicos, com a assimilação pontual de práticas pares de acordo com o desenvolvimento e as especificidades institucionais de cada economia.

Naturalmente, entende-se que a ausência de evidência robusta nessas dimensões não necessariamente significa que a globalização financeira não tenha benefícios e represente apenas riscos aos países, até pelo fato de que a maioria dos países que iniciaram a abertura financeira continua trilhando esse percurso, apesar de ajustes temporários, como bem frisaram Prasad *et al* (2003). Mas essa observação é consistente com a noção de que a abertura financeira pode trazer benefícios na medida em que for gerenciada e conduzida até o ponto em que for benéfica aos países em desenvolvimento, o que vai de encontro à proposta de plena conversibilidade de Arida (2003a) para o Brasil, a qual prescinde de um gerenciamento prudencial da conta capital por parte do Banco Central (BC).

Esse seria um caso extremo, que significa a supressão do poder normativo da autoridade monetária para adotar controles de capitais. Isso acabaria com o

que o autor chama de *incerteza jurisdicional (sic)* do país, na medida em que retira a expectativa do mercado de que o BC pudesse, eventualmente, implementar mecanismos de controle sobre os fluxos financeiros, constituindo uma situação de plena liberdade e desregulação da conta capital – o que seria equivocado implementar em países em desenvolvimento, conforme a indicação dos resultados dos testes econométricos apresentados no Capítulo 3.





## 2. Desregulamentação cambial no Brasil: pilares básicos, evolução recente e a endogenia do processo

---

Este capítulo descreve o desenvolvimento normativo relativo a movimentações com moeda estrangeira no país, enfocando as mudanças institucionais no regime cambial brasileiro e, em particular, a evolução da desregulamentação da conta capital. O objetivo principal é organizar cronologicamente, formalizar e consolidar as informações que permitam, de maneira sistematizada, identificar as medidas implementadas pelo governo, através do Banco Central do Brasil (BC), em direção à maior liberalização da conta capital. Procura-se descrever a liberalização da conta capital na década de 1990 e entender o processo geral em curso, num contexto de mudança na forma de inserção internacional da economia brasileira.

Trabalha-se, aqui, com a hipótese de que o processo ora em curso envolve tanto mudanças graduais de caráter estrutural em busca de uma maior liberalização da conta capital quanto a adoção de ações na tentativa de resolver problemas conjunturais específicos com que o país se defrontou e também com o intuito de solucionar crises sucessivas, identificadas já a partir da década de 1980. Concebe-se que tais medidas se enquadram dentro da hipótese da endogenia dos controles de capitais proposta inicialmente por Cardoso e Goldfajn (1997). Nesse sentido, a linha de abertura estrutural é mantida em busca de maior integração aos mercados financeiros internacionais, ainda que pontuada por medidas restritivas a fluxos específicos, mas de caráter conjuntural na gestão externa. Há, assim, uma clivagem entre os normativos editados no período, entre um caráter estrutural e outro mais conjuntural, constituindo o formato final do processo geral em curso.

Destaca-se, portanto, o caráter ativo das autoridades monetárias na implementação de ações estruturais em direção à liberalização da conta capital – pontuando-se os principais normativos editados no período e que representam novos canais de movimentação de fluxos externos –, intercaladas por um gerenciamento conjuntural muito mais *reativo* e subordinado ao processo principal do que deliberado – até em função das diretrizes do governo de inserção externa que permanecem como rumo do processo. Ou seja, a ação gradual de liberalização, que representa uma

escolha política dos sucessivos governos na forma de inserção do país no âmbito internacional – mas diferente da escolha feita por países em desenvolvimento como China e Índia, que mantêm uma política mais conservadora no gerenciamento das contas externas –, é intercalada por reações endógenas conjunturais, constituindo o tratamento efetivo dispensado à conta de capitais no período.

Além desta breve introdução, a seção 2.1 expõe as leis e normas básicas da legislação cambial brasileira, com ênfase no regramento pertinente à conta de capitais, apenas com o propósito de identificar a origem e a funcionalidade das normas em vigor, além de situar o leitor dentro dos parâmetros legais vigentes na área cambial, recorrentemente abordados nos debates sobre reformas do sistema cambial. Em seguida, apresentam-se os passos iniciais e a evolução das mudanças institucionais, sob a hipótese de gradualismo na condução ativa da abertura financeira do país desde a década de 1980.<sup>56</sup> Depois, observam-se de maneira mais específica as principais alterações implementadas no período 2001-2005, que culminaram com as mudanças introduzidas pela Circular BC 3.280, de 16.3.2005, certamente um importante marco e um sinalizador em busca de maior flexibilidade e modernização do arcabouço institucional do Brasil. Por fim, aborda-se a hipótese de endogenia dos controles a curto prazo, para explicar a gestão conjuntural da conta capital em períodos de turbulência dos cenários econômicos. Conclui-se ao final.

## **2.1 Pilares básicos da legislação cambial brasileira em vigor**

São dois os normativos principais que dão sustentação legal ao arcabouço cambial brasileiro, quais sejam: o Decreto 23.258, de 1933, e a Lei 4.131, de 1962. É sob essa base legal que foram feitas todas as modificações no grau de abertura do país no período recente.<sup>57</sup> O crescimento do dólar-turismo, sua evolução para o MCTF,<sup>58</sup> a nova definição para as contas em reais tituladas por não-residentes (CC5), bem como alterações em dispositivos como posição de câmbio e a criação do RDE,<sup>59</sup> por exemplo, foram feitas por circulares e, no máximo, via resoluções do BC. Ou seja, trata-se de medidas infralegais de alteração até de caráter mais jurisprudencial e de interpretação das leis básicas, dado que praticamente nada mudou em termos de lei.<sup>60</sup>

Por causa de sua rigidez e perenidade, aqueles textos legais são motivo de discussão no sentido de sua modificação. As divulgações do presidente do BC, Henrique Meirelles, à época da mais recente alteração relevante dos regulamentos do mercado de câmbio, em março de 2005, já indicavam que estavam esgotadas as possibilidades de atendimento de flexibilização das regras em nível infralegal, de alçada do BC. Portanto, o entendimento é de que o escopo de autonomia de modificação do grau de abertura externa por parte do BC encontra-se num limite legal. Nesse sentido, pleitos como a revogação do Decreto 23.258/33 deverão ser discutidos no Congresso Nacional e não diretamente no Conselho Monetário Nacional (CMN) e no BC.

De qualquer forma, apesar desses recorrentes debates e dúvidas sobre os méritos das normas, é sempre conveniente salientar que se trata de “[...] regras com mais de meio século de vigência, portanto profusamente decantadas e amadurecidas com a passagem do tempo” [Franco e Pinho Neto (2004, p. 2)], lembrando que “[...] a longevidade destes regulamentos é certamente uma medida de seu sucesso” [Franco (1992, p. 11)]. Diante disso, o Decreto 23.258/33 constitui uma das principais regras vigentes. Esse primeiro pilar – uma norma recepcionada com força de lei pelo regime constitucional de 1988 – dispõe sobre o ilícito administrativo de sonegação cambial.<sup>61</sup>

É essa a base legal de exigência de *cobertura cambial* para as exportações. Assim, ficam os exportadores obrigados a vender a moeda estrangeira auferida em suas transações ao BC ou a uma instituição por ele autorizada, evitando dessa forma uma “fuga de capitais”. O artigo 1º subentende o monopólio cambial do BC (Decreto 20.451/31), o qual delega essa responsabilidade a agentes por ele autorizados.

O segundo pilar está na Lei 4.131/62, a qual preceitua que somente poderão retornar ao exterior os capitais que, ao ingressarem no país, forem devidamente registrados no BC. A repatriação desses capitais é limitada ao valor do ingresso original acrescido dos juros pactuados. Como aduz Franco (2000b, p. 311), essa seria “a essência da ‘não conversibilidade’ da conta de capitais, a qual proíbe residentes de enviar suas poupanças para o exterior, exceto nas condições e veículos que o Banco Central julgar como apropriados”.

Nesse contexto, Franco e Pinho Neto (2004) frisam que a Lei 4.131/62 não é uma lei geral de controles cambiais,<sup>62</sup> ou de regulação de *todos* os fluxos cambiais na conta de capitais, mas uma norma que alcança apenas o capital estrangeiro que ingressa no país para aplicação em atividades produtivas, direta ou indiretamente através de empréstimos, tal como definido expressamente em seu próprio texto.<sup>63</sup>

Com efeito, teria sido à margem do Decreto 23.258/33 e da Lei 4.131/62 – que não foi alterada significativamente pela Lei 4.390/64 e o Decreto 55.762/65 – que se construiu a liberalização cambial dos anos 1990, cujo caráter transcende a noção de “capital estrangeiro” sujeito a registro ao amparo da Lei 4.131/62.

Um terceiro pilar, ainda que não seja parte dos debates recentes, até por constituir um mecanismo de regulamentação prudencial nos moldes propostos pelo Acordo da Basiléia, está no mecanismo conhecido como “posição de câmbio”. Este se assenta em normativos infralegais, editados pela autoridade monetária, e determina limites às instituições para as posições comprada e vendida de câmbio, configurando restrições de ordem quantitativa e individualizada. Atualmente, não há limite para a posição vendida de câmbio, enquanto a posição comprada está sujeita a depósito no BC do valor excedente a US\$ 6 milhões.<sup>64</sup>

Assim sendo, como sustenta Franco (2000b, p. 311), seriam esses os normativos básicos de controle do mercado cambial existentes para evitar o perigo da volatilidade de capitais que “constrangem a conversibilidade, ou a mobilidade de capitais no Brasil”.

De outra parte, vários economistas pontuam outros normativos como essenciais dentro da atual estrutura de regulação cambial no país. Loyola (2004) entende que os “dois esteios básicos” da atual estrutura de restrições cambiais baseiam-se na exigência de cobertura cambial nas exportações (Decreto 23.258/33, supramencionado) e na proibição da compensação privada de câmbio (Decreto 9.025/46, art. 10)<sup>65</sup> – este último um pleito de revogação do setor exportador do país.<sup>66</sup>

O “curso forçado” da moeda nacional – estabelecido na década de 1930 pelo Decreto 23.501/33, posteriormente consolidado pelo Decreto-Lei 857, de 11.9.1969, e confirmado pelas Leis 9.069/95 (Plano Real) e 10.192/01 – também é uma norma básica do modelo cambial vigente, imprescindível para a visão completa da regulação cambial do país.<sup>67, 68</sup>

Por fim, cabe ainda mencionar o Decreto 20.451, de 28.9.1931, que estabeleceu o monopólio do Banco do Brasil na compra de cambiais, retransmitido à Sumoc<sup>69</sup> e, finalmente, ao BC [Loyola (2005)]. Tal norma estabelece o monopólio cambial da autoridade monetária e sustenta a atuação do BC no mercado de divisas, de forma a determinar as regras a serem observadas pelos agentes. Isso também lhe confere a possibilidade de utilizar o mecanismo de centralização cambial em períodos de escassez de divisas, para o gerenciamento do mercado em períodos de crises.<sup>70</sup>

Podem-se, então, visualizar no Quadro 1 os pilares básicos, alguns mais enfatizados e conhecidos, ressaltados por uns ou por outros, mas certamente cada qual com seu papel fundamental para a configuração atual do regime cambial do país.

QUADRO 1  
**Resumo da legislação cambial básica**

<i>Norma</i>	<i>Ementa</i>
Decreto 20.451/31	Estabelece regime de monopólio cambial
Decreto 23.258/33	Institui obrigatoriedade de cobertura cambial
Decreto 9.025/46	Proíbe compensação privada de câmbio
Lei 4.131/62	Dispõe sobre o capital estrangeiro no país
Decreto-Lei 857/69	Consolida o “curso forçado” da moeda nacional, revogando o Decreto 23.501/33

*Fonte: Elaboração do autor.*

## **2.2 Histórico e evolução recente das mudanças estruturais: o gradualismo na liberalização da conta capital<sup>71</sup>**

Os anos 1990 foram marcados na grande maioria dos países da América Latina por políticas amplas de ajuste, que determinaram a liberalização comercial e financeira e o aumento do grau de abertura da economia a bens e capitais estrangeiros [Hermann (2002b)]. Ao longo dos últimos anos, os países da região

eliminaram restrições e, entre outras mudanças, “[...] abriram novos canais de investimento estrangeiro de portfólio” [Biancareli (2004, p. 1), adaptando suas legislações às mudanças internacionais com o retorno dos fluxos de capitais para esses países. No Brasil, os fatos não foram diferentes e seguiu-se a mesma tendência, com os primeiros passos dados ao final dos anos 1980 e início dos anos 1990.

É nesse contexto que a liberalização financeira da economia brasileira vem sendo implementada pelo BC e pelo CMN, desde o final dos anos 1980 [Sicsú (2005)], constituindo um processo de mudança gradual. Como bem frisam Franco e Pinho Neto (2004), dada a natureza estrutural da desregulamentação das normas, o processo requereu cautela para implementar as grandes inovações de natureza regulatória. Ou seja, não houve espaço para grandes mudanças transformadoras na regulação cambial, uma indicação de que o caminho de liberalização percorrido pelo país deu-se através de medidas incrementais, “sempre sensíveis ao ciclo econômico e aos humores da política” [Franco e Pinho Neto (2004, p. 37)].<sup>72</sup>

De qualquer forma, a mudança da inserção externa do país, aliada à conjuntura internacional favorável de retorno dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento, ajudou a acelerar e consolidar o processo de mudança, ainda que não de uma forma irrestrita. O próprio BC registra que “a escassez de divisas se transforma em abundância especialmente no início dos 1990, quando são reforçadas as entradas de capital no país, e a balança comercial continua[va] a registrar os mesmos superávits observados no final dos anos 1980” [BC (1993, p. 6)], o que levou a instituição a sinalizar a abertura da conta de capitais já naquela época: “a rigor, não há nada de errado em o cidadão comum, contribuinte em dia e cumpridor de seus deveres, dispor de suas poupanças como bem quiser, aí compreendendo, inclusive, a remessa para o exterior”. E conclui que “o problema não é cambial, mas fiscal”.

Percebe-se, já nessa época, em alinhamento com as políticas que vinham sendo implementadas pelos demais países na região, que o BC tinha o entendimento de efetuar uma abertura “gradual, lenta e segura” do mercado de câmbio, em especial no tocante à conta capital e financeira.<sup>73</sup> Nessas condições, a estratégia de desregulamentação pontual e aperfeiçoamento institucional foi uma alternativa bastante natural, em paralelo com a sinalização de que “a completa liberalização do câmbio deverá vir com a estabilização da economia” [BC (1993, p. 23)] – o que vai ao encontro dos princípios propostos na literatura internacional no que concerne às prerrogativas da abertura financeira.<sup>74</sup>

### 2.2.1 Medidas específicas

Especificamente, a evolução da liberalização da conta de capitais passou inicialmente pela alteração da regulamentação cambial, trazendo operações cursadas à margem do mercado oficial para um tratamento unificado com as operações então prioritárias, através da criação do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF),

em 22.12.1988 (Resolução BC 1.552). Esse foi o primeiro passo relevante nessa direção da flexibilização das operações passíveis de serem autorizadas pelo BC e cursadas normalmente no mercado de câmbio oficial. Ainda no governo Sarney, criou-se um segmento específico de mercado, apartado do mercado de câmbio oficial, no qual as pessoas puderam negociar moedas estrangeiras por preços e condições livremente pactuadas.<sup>75, 76</sup> Como observa Marinho (2002, p. 94), nesse momento “inicia-se, então, uma série de alterações e liberalizações das normas cambiais, permitindo uma maior liberdade de movimentação financeira e de produtos”.

Assim, com a instituição desse novo mercado, um conjunto de transações externas passou a ser efetuado sem restrições ou com um nível bastante atenuado no mercado oficial. O objetivo desse novo segmento de taxas de câmbio foi fazer “migrar” para o mercado de taxas flutuantes as transações antes realizadas no “mercado paralelo”, não estipuladas na regulamentação que trata do MCTL,<sup>77</sup> tais como: compras e vendas de moeda estrangeira para turistas (viagens internacionais de qualquer finalidade), transferências relativas a serviços prestados, cursos, transações com o exterior (aquisições de imóveis e medicamentos) e as transferências unilaterais (manutenção, doação etc.). Dessa forma, diversas operações que antes eram conduzidas à margem do mercado regulamentado passaram gradativamente a ser cursadas no mercado flutuante, entre elas as transferências de patrimônio de pessoas físicas, heranças, aposentadorias e pensões, compromissos diversos e manutenção de pessoa física no exterior e fianças contratadas no exterior para cobertura de créditos concedidos.

A partir de 1990, também foram autorizadas no mercado flutuante as transferências de receitas auferidas no país pela venda de passagens marítimas internacionais, os ingressos de divisas relativos à exportação de jóias e pedras preciosas e, em 1991, foi incorporado o pagamento ao exterior de despesas de viagens internacionais mediante o uso de cartão de crédito internacional, emitido no país.<sup>78, 79</sup>

O MCTF também recepcionou transações anteriormente cursadas no mercado oficial, mas sujeitas a limites quantitativos, quando passaram a ser substancialmente ampliados ou mesmo liberados. Especificamente com relação à conta capital, vale destacar a observação de Oliveira (2003) de que a relevância do novo segmento se dá não tanto pelos montantes cursados, mas pelo significado simbólico da mudança, com as facilidades concedidas aos investimentos brasileiros no exterior e à respectiva repatriação e remessa de lucros e dividendos através do câmbio flutuante.

No entanto, a principal inovação que iniciou a liberalização do regime cambial brasileiro foi a mudança da sistemática de utilização das contas de não-residentes reguladas pela Carta Circular 05/69, mais conhecidas como CC5 – na opinião de Franco (2003), um dos pilares principais da liberalização que se iniciou em 1988. Permitiu-se, através da Resolução BC 1.946/92, da Circular 2.242/92 e da Carta-Circular 2.259/92, o livre fluxo de capitais e a remessa de recursos ao exterior por residentes [Castro et al (2005)], por meio de contas em moeda nacional, em instituições financeiras no país, mantidas por instituições financeiras do exterior – as chamadas “operações CC5”<sup>80</sup> –, *outward transactions*.

Com efeito, fixou-se o conceito de que os montantes em moeda nacional, depositados em contas de instituições financeiras não-residentes, “deixavam o país” – daí a designação “Transferência Internacional em Reais” [Franco e Pinho Neto (2004)]. Ou seja, houve na legislação uma indicação clara em direção à conversibilidade da conta capital, dado o significativo avanço implementado. Através das contas de não-residentes, avançou-se, ao longo da década de 1990, ainda mais no sentido de permitir maior conversibilidade da conta de capitais, de acordo com a tendência de maior abertura e integração financeira dos mercados em nível mundial.

Portanto, aqui surgiu um passo importante na liberalização, ao permitir um fluxo normal de capitais estrangeiros “a qualquer tempo e sem necessidade de autorizações prévias” [Siqueira (1993, p. 37)]. Por conseguinte, progrediu-se bastante, ao permitir genericamente o que não era permitido ao capital estrangeiro nos termos da Lei 4.131/62, isto é, remeter recursos sem que tivesse havido, originalmente, o correspondente ingresso. Essa nova abordagem, em que se permitia conversibilidade de recursos de brasileiros, independentemente de ingresso prévio ou registro, seria posteriormente consolidada pela Circular 2.677/96, que aperfeiçoou diversos mecanismos de acompanhamento e controle das movimentações cambiais de não-residentes, revogando até a própria Carta Circular 5/69 e também as Circulares de 1992.

É interessante ressaltar que permanece em vigor a legislação básica da Lei da Remessa de Lucros, a qual permitiria que saíssem do país apenas capitais e suas remunerações que tivessem entrado previamente. Entretanto, passou-se a adotar um entendimento mais flexível desse arcabouço para eliminar controles, quando também se permitiu a brasileiros remeter dólares, independentemente de ingresso anterior, criando-se, no início da década de 1990, um ambiente de maior liberdade cambial.<sup>81</sup>

Nesse contexto, Franco e Pinho Neto (2004, p. 31) entendem que foi na disciplina dessas contas de não-residentes (CC5) que a evolução gradual da liberalização da conta de capitais no Brasil se consagrou. Por isso, chamam essa etapa de um “divisor de águas” em relação ao tratamento prévio das saídas de capital. Vale dizer, foi a partir daí que se fez refletir na legislação vigente a redução das preocupações de natureza estritamente cambial e o aumento da importância de considerações tributárias, ou da perfeita identificação. Isso significa a capacidade de o cidadão remetente provar, quando solicitado, a origem lícita dos recursos, a regularidade de sua situação com o Fisco e a capacidade econômica para a remessa, constituindo uma ótica distinta do controle sobre as movimentações financeiras, de caráter muito mais tributário.

Não deve haver dúvida de que essa nova arquitetura das CC5 representava uma reinvenção das CC5 “originais” e uma importantíssima evolução no regime cambial brasileiro [Zini Junior (1993) e Almeida (1994)]. Assim, pela primeira vez era estabelecido um paradigma de conversibilidade em um assunto no qual, desde os anos 1930, vigoravam controles *ex ante*, de modo geral, e para o capital estrangeiro em particular. Para este, conforme a regulamentação específica fixada pela Lei 4.131/62, a autorização para remeter (repatriar), ressaltados juros e divi-

dados, limita-se à receita cambial prévia, sendo esta a forma de funcionamento do registro previsto na lei. Ou seja, *para o capital estrangeiro*, nunca poderia haver uma remessa que não fosse correspondente a ingressos prévios, excetuando-se lucros, juros e *royalties*.

Mas, via CC5 – “plataforma genérica para a introdução *de facto* da conversibilidade” [Franco e Pinho Neto (2004, p. 32)] –, por onde transitavam recursos de natureza declarada de investimento direto, de capitais de curto prazo ou de disponibilidades, quaisquer remessas estavam autorizadas, independentemente da entrada de divisas em momento anterior ou autorização prévia.<sup>82</sup> Abria-se, assim, um canal específico de remessa de divisas, principalmente nos momentos de crise.

Além das CC5, com a configuração posterior a 1992, outras medidas foram sendo tomadas para permitir legalmente a saída de capitais brasileiros para o exterior. Com a criação do MCTF, permitiu-se o investimento no exterior de pessoas jurídicas não-financeiras, primeiro com um teto livre de US\$ 1 milhão até 2001, alcançando um limite de US\$ 5 milhões para transferências a esse título sem necessidade de autorização prévia pelo BC até 14.3.2005 (Consolidação das Normas Cambiais – CNC 2.7.1.1).

Atualmente, não há limitações para esses investimentos (Circular BC 3.280/05). Também está liberado o investimento no mercado de capitais nos países do Mercosul; o investimento brasileiro em certificados de depósitos de ações por empresas sediadas no Mercosul, além da autorização de operações de instituições credenciadas a atuar no MCTF com instituições do exterior, como uma das medidas mais importantes no sentido de liberalização, uma “mobilidade de capitais jamais vista na história cambial do país” [Franco e Pinho Neto (2004, p. 80)], dentro do processo de liberalização gradual do regime cambial.

Mesma opinião parece ter Siqueira (1993), que considera o sistema cambial brasileiro capaz de propiciar a confiança e a segurança aos agentes residentes e não-residentes, dada a mobilidade de capital já possibilitada à época, “próxima da plenitude” (idem, p. 56), em face da mobilidade de capitais admitida na regulamentação do MCTF através das contas CC5. Essa posição é também compartilhada por Franco (1999a), que já a considerava em função da acumulação expressiva de direitos de remessas, ao amparo da Lei 4.131/62 e, principalmente, pela criação do MCTF, que passou a permitir que as remessas fossem feitas sem a necessidade de registro no BC, sendo que até mesmo as transferências internacionais em reais (através das contas CC5) deixaram de estar limitadas a uma entrada prévia.

Ainda com relação às *outward transactions*, a mudança de paradigma também se dá pela permissão para que a poupança nacional passe a ser disponibilizada além das fronteiras do país. Além do mecanismo das CC5, um instrumento mais formal foi criado pela Resolução BC 2.111/94, que constituiu uma nova exceção ao modelo anterior. Assim, permite-se a aplicação nos Fundos de Investimento no Exterior (Fiex), regulados pela Circular 2.863/99, que tinham 80% dos seus ativos compostos de títulos da dívida pública externa, o que jamais fora permitido até então.<sup>83</sup>



No entanto, o processo de abertura financeira mudou esse quadro, reduzindo barreiras aos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico e na viabilização do acesso dos residentes às emissões de títulos e ações no mercado internacional de capitais [Freitas e Prates (2001)]. Dessa forma, no ano de 2000 “o processo de liberalização e desregulamentação da conta de capital do balanço de pagamentos foi finalizado” (Freitas e Prates (2001, p. 5).<sup>84</sup> Motta (2003, p. 16) ressaltou que, apesar de o Brasil não ser um país com total liberdade cambial, dado o controle de câmbio centralizado pelo BC, “o mercado cambial vem sendo liberalizado nos últimos anos, com quase todo tipo de transferência para o exterior encontrando uma forma de ser cursada” – um movimento “gradual e consistente” de liberalização, na ótica de Franco e Pinho Neto (2004, p. 17).

Com relação às captações externas, o passo fundamental seria a ampliação das captações para repasse interno, regidas pela Resolução BC 63/1967.<sup>85</sup> Além de empréstimos bancários tradicionais, passou-se a permitir a emissão de *commercial papers*,<sup>86</sup> bônus e *notes*<sup>87</sup> e a captação, via renda variável, com os *depository receipts*, o que facilitou o acesso de empresas brasileiras aos mercados de capitais internacionais com regras mais simples de emissão.<sup>88</sup> A liberalização prosseguiu com a Resolução BC 2.148/95, que ampliou para o setor agropecuário as possibilidades de repasse de captações regidas pela Resolução 63 – a chamada “63 caipira” –, com a Resolução BC 2.170/95 em relação ao setor imobiliário, estendido em 1996 para as empresas exportadoras pela Resolução BC 2.312/96. A desregulamentação nessa área foi completada com a Resolução BC 2.770/00, que consolidou as mudanças revogando todos os instrumentos normativos que disciplinavam as emissões de títulos de renda fixa no exterior. Dessa forma, as exigências de autorização e direcionamento compulsório estavam abolidas.

Também no plano da captação de recursos externos, há um nítido movimento de liberalização das possibilidades e condições de endividamento externo: diversificação dos instrumentos (*commercial papers*, bônus e *notes*), ampliação das possibilidades de repasse interno, regulamentação do lançamento de papéis em bolsas estrangeiras (*depository receipts* – DRs),<sup>89</sup> e (já em 1999) a permissão para a livre aplicação interna dos recursos captados (Resolução 2.683/99).

Já entre os estímulos ao ingresso de capitais adotados em 1994, Almeida (1994) registra os seguintes: o uso de mecanismos de caráter fiscal, como isenção e redução de impostos; a eliminação de barreiras, que permitiu a transferência ao exterior a título de *royalties* e assistência técnica entre filiais e matriz no exterior, e o reconhecimento de lucro obtido com receitas financeiras no país, para efeitos de remessa ou reinvestimento; os novos mecanismos de captação, como o lançamento de DRs no exterior e a criação de carteira de investidores institucionais; a permissão para entrada de investidores institucionais no programa de privatização à época e a permissão para investimentos estrangeiros em imóveis.

Cronologicamente, os avanços da abertura podem ser divididos em estágios temporais. Dentro de um primeiro estágio, podem-se incluir os fatos que começaram em março de 1987, quando se permitiu aos residentes no exterior investir no Brasil através da criação de diferentes tipos de fundos de investimento (Resolução

BC 1.289, anexos I a III).<sup>90, 91</sup> Pela Resolução BC 1.289/87, os recursos ingressavam no país através de sociedades de investimento, fundos de investimento, carteira diversificada de ações, carteira de títulos e valores mobiliários<sup>92</sup> de investidores institucionais e DRs.<sup>93</sup>

A seguir, em 1991, a legislação foi modificada para permitir aos investidores institucionais estrangeiros negociar *bonds* e títulos emitidos domesticamente (Resolução BC 1.832, instituindo o Anexo IV).<sup>94</sup> Em 1992, a Resolução 1.289 foi ainda modificada para permitir o uso de DRs para representar títulos brasileiros no exterior [Studart (2000)]. Ou seja, há maior abertura ao investidor estrangeiro, por meio desses novos instrumentos legais de emissão de títulos no exterior, caracterizando o período pela diversificação das alternativas de investimento para estrangeiros. Para Soihet (2002), esse Anexo V, que instituiu o mecanismo para o lançamento de DRs – instrumento mais utilizado para entrada de mercado de ações e derivativos no Brasil –, indicaria o processo de crescente globalização do mercado doméstico de capitais.<sup>95, 96</sup>

Num segundo estágio de liberalização, a abertura do mercado brasileiro pode ser identificada pela expansão das instituições financeiras estrangeiras já instaladas no país e pela entrada de novas entidades – especialmente bancos e bancos de investimento, o que aconteceu após 1994 e constituiu um novo canal importante para a movimentação de fluxos de capitais com o exterior.<sup>97</sup> No âmbito dos bancos, as Resoluções 2.625 e 2.683, de 1999, praticamente eliminaram quaisquer impedimentos maiores para a captação de recursos externos, liberando operações para livre aplicação no mercado doméstico, sem direcionamentos compulsórios nem prazo mínimo. Operações de *swap* com instituições no exterior também foram permitidas através da Resolução 1.902 (29.1.1992), que abriu um canal institucional para os residentes se protegerem do risco de variação de taxas de juros no mercado internacional, subjacente a seus pagamentos e recebimentos futuros [Andrezo e Lima (1999)].

Freitas e Prates (2001) registram ainda a criação de várias modalidades de investimento de portfólio, que se diferenciavam em relação ao tipo de instrumento utilizado (entrada direta ou mediante fundos de investimento), à composição da carteira (renda fixa ou variável) e ao segmento do mercado de câmbio pelo qual eram realizadas (comercial ou flutuante, até a unificação dos mercados em março de 2005). Entre as modalidades, o segmento mais aberto ao ingresso de investidores estrangeiros teria sido o mercado acionário, com a criação, em 1991, do Anexo IV, que ampliou o leque de possibilidades de investimento para investidores institucionais. É, portanto, um passo inicial e decisivo, ao permitir a aplicação no mercado brasileiro diretamente a partir de carteiras próprias (com exigências de prazos e de diversificação menores do que nos anexos anteriores).<sup>98</sup>

Tal processo de abertura atingiria seu ápice em 1999 e 2000, com a abolição das diferenças entre os anexos e a livre aplicação dos recursos ingressantes, mesmo em instrumentos de renda fixa, por meio da Resolução BC 2.591/99 e da Resolução BC 2.628/99, consolidadas na Resolução BC 2.770/00. Essa última revogou 237 normativos que disciplinavam as operações de emissão de títulos de renda fixa no exterior. Além disso, eliminou a exigência de autorização do BC para qualquer

tipo de captação de recursos, tornando o regime declaratório, e afastou ainda o direcionamento compulsório dos repasses de recursos externos pelos bancos.

Logo, Freitas e Prates (2001) concluem que, na gestão de Armínio Fraga Neto, o processo de liberalização dos movimentos de capitais, iniciado no governo Collor, foi finalizado e deixou o mercado financeiro brasileiro totalmente aberto à entrada de investidores estrangeiros. Assim sendo, de forma geral, podem-se destacar as medidas mostradas no Quadro 2 como marcos no processo de abertura e integração dos mercados doméstico e internacional.

QUADRO 2  
**Principais medidas liberalizantes na década de 1990**

<i>Medida</i>	<i>Ementa</i>
Resolução 1.289/87* ( <i>inward</i> )	Cria os Anexos I, II e III e permite modalidades de investimento estrangeiro no Brasil em títulos e valores mobiliários, desencadeando o ingresso de capitais estrangeiros
Resolução 1.552/88*	Cria o MCTF, amplia o acesso dos agentes à moeda estrangeira e legaliza operações antes cursadas à margem do mercado oficial
Resolução 1.832/91 ( <i>inward</i> )	Aprova o Anexo IV à Resolução 1.289/87, permitindo a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico
Resolução 1.927/92 ( <i>inward</i> )	Aprova o Anexo V à Resolução 1.289/87, permitindo o investimento de capitais estrangeiros por meio do mecanismo de DRs
Resolução 1.946/92	Altera sistemática das “contas CC5”, permitindo o livre fluxo de capitais e a remessa de recursos ao exterior por residentes
Resolução 2.028/93 ( <i>inward</i> )	Cria os fundos de renda fixa – capital estrangeiro (“Anexo VI”)
Resolução 2.111/94 ( <i>outward</i> )	Possibilita aplicação de residentes no exterior via Fiex
Resolução 2.148/95 ( <i>inward</i> )	Amplia para o setor agropecuário as possibilidades de repasse de <i>funding</i> externo – “63 caipira”
Resolução 2.170/95 ( <i>inward</i> )	Amplia as modalidades de repasse de recursos externos para o setor imobiliário
Resolução 2.312/96 ( <i>inward</i> )	Amplia às empresas exportadoras o <i>funding</i> externo
Resolução 2.683/99 ( <i>inward</i> )	Permite às IFs captar recursos no exterior para livre aplicação no mercado doméstico
Resolução 2.689/00 ( <i>inward</i> )	Libera aos investidores estrangeiros todos os instrumentos e modalidades operacionais, dos mercados financeiros e de capitais, disponíveis no país
Resolução 2.770/00 ( <i>inward</i> )	Consolida mudanças relativas à emissão de títulos no exterior, abolindo exigências prévias de autorização e direcionamento de recursos externos

Fonte: Elaboração do autor.

\*Ainda que sejam medidas anteriores a 1990, são marcos importantes para o entendimento das mudanças posteriores, daí sua inclusão neste quadro.

O processo de liberalização prossegue com o aprofundamento e o aperfeiçoamento dos mecanismos já introduzidos, permitindo novos agentes e modalidades de aplicação específicas aos investimentos externos. Isso é ilustrado pela modificação na regulamentação relativa aos investimentos de portfólio estrangeiros. A partir de

31.3.2000,<sup>99</sup> foi disponibilizado aos investidores estrangeiros um mecanismo para negociação direta de ações nas bolsas de valores brasileiras, reformulando as regras para investimentos estrangeiros no mercado financeiro e de capitais do país (investimentos de portfólio estrangeiros), inserida na política de liberalização cambial.<sup>100</sup>

A principal inovação da nova regulamentação foi a criação de um Portal Único para Investimentos em Renda Fixa ou Variável, por meio do qual os recursos externos ingressados no país, pelo investidor não-residente, poderiam ser aplicados nos instrumentos e modalidades operacionais dos mercados financeiros e de capitais disponíveis ao investidor residente, seja em renda fixa, seja em renda variável. Segundo Cintra e Prates (2005), a Resolução BC 2.689/00 extinguiu as diferentes modalidades de aplicação anteriores, com exceção do Anexo III, instituindo uma modalidade pela qual os não-residentes têm acesso às mesmas aplicações disponíveis aos residentes.<sup>101</sup>

A regulamentação anterior restringia as operações em mercados de liquidação futura (a termo, opções e futuros) somente àquelas destinadas a proteger posições detidas no mercado à vista, até o limite de tais posições (em outras palavras, exclusivamente para fins de *hedge*), sendo vedada a adoção de estratégias operacionais que produzissem rendimento predeterminado. Atendendo a um antigo pleito de investidores estrangeiros, a nova regulamentação eliminou as restrições às operações com derivativos e permitiu que o investidor passasse a operar “a descoberto”.<sup>102, 103</sup>

Outra medida de caráter regulamentar e de gerenciamento dos fluxos externos está na necessidade de registro de operações de empréstimo externo entre residentes e não-residentes no Brasil.<sup>104</sup> O registro no BC se faz no RDE-IED, por meio do módulo Registro de Operações Financeiras (ROF), e não depende de prévia aprovação do BC, mas é concedido automaticamente assim que as condições gerais da operação estejam em conformidade com os padrões estabelecidos pela instituição – por exemplo, dentro de limites de mercado para a taxa de juros registrada na operação, de forma que não configure um mecanismo irregular de transferência de recursos.<sup>105</sup> Ressalta-se a grande evolução ocorrida nesse procedimento de controle, em substituição aos anteriores pedidos de autorização de operações ao Firce, muito mais lentos e ineficientes.

Um terceiro nível de liberalização financeira, paralelo à discussão sobre as movimentações da conta capital, relaciona-se com a posse e a utilização de moeda estrangeira no país nas relações entre seus residentes, assunto ainda mais polêmico do que o grau de abertura da conta capital. Esse aspecto estaria mais perto do conceito clássico e mais difundido de conversibilidade de uma moeda, dado o fato de sua circulação simultânea com outras moedas caracterizar uma opção para os agentes manterem sua riqueza em forma de valor.

De forma geral, a liberalização financeira no Brasil no período recente direcionou-se mais às transações externas, avançando pouco neste campo, até em comparação com a experiência de outros países da região, como o México, que permitiu depósitos em moeda estrangeira no seu sistema financeiro [Biancarelli (2003)], e o contra-exemplo argentino, que constituiu o caso extremo de livre curso do dólar nas transações internas.<sup>106</sup>

Assim, mantém-se no país um quadro semelhante ao observado por Franco (1992). Ao distinguir o desenvolvimento do sistema financeiro nacional do verificado nos demais países latino-americanos, ele associou tal fato a impedimentos de fugas de capital e à utilização de moeda estrangeira no Brasil. Isso teria permitido que a estrutura de riqueza financeira no Brasil se mostrasse, ao fim dos anos 1980, bastante diferente da que se observou em outros países latino-americanos, muito mais abertos à movimentação e ao uso de moeda estrangeira em suas economias.

De qualquer forma, em março de 1990, com as modificações introduzidas no MCTL, em direção à maior liberalização do regime cambial, quando o BC autorizou as instituições financeiras a manter posição comprada ilimitada em moeda estrangeira [Oliveira (2003)], ampliou-se substancialmente o grau de conversibilidade da moeda nacional e consolidou-se uma prática, antes ilegal, de retenção de moeda estrangeira como ativo de reserva.<sup>107</sup>

Mais recentemente, no intuito de ampliar a atratividade dos setores de energia, petróleo e gás em processos de privatização – a exemplo de outras experiências internacionais de facilitação a investimentos externos –, permitiu-se a empresas desses setores manter depósitos em moeda estrangeira no país. Assim, com relação ao curso de moeda estrangeira no país, a Resolução BC 2.644/99 permitiu a abertura e a movimentação de contas em moeda estrangeira, no país, às empresas encarregadas de projetos de petróleo, gás e energia, constituindo a chamada “Conta 2.644”.

Dessa forma, fundos depositados numa Conta 2.644 poderiam ser livremente investidos fora do país no mercado internacional, ao livre-arbítrio do titular da conta. Ainda que tenha sido uma medida voltada para um setor econômico específico, não deixa de configurar uma flexibilização importante dos dispositivos do Decreto-Lei 857/69, interpretados hoje como normas que restringem o uso da indexação cambial – textualmente, “práticas que restrinjam ou recusem o curso da moeda nacional”.<sup>108</sup>

Mas, para os agentes em geral, a grande alteração referente à conversibilidade foi a ampliação das opções de ativos indexados ao dólar, da qual a expressiva parcela dolarizada no estoque da dívida pública é um dos sinais. No mais, contratos, títulos e outros documentos ou qualquer obrigação executável no Brasil denominada em moeda estrangeira são nulos e sem conteúdo jurídico. Ou seja, ainda que haja exceções regulamentadas especificamente pelo BC, a regra geral continua sendo a de que não há livre movimentação de moeda estrangeira no país.

## **2.3 O regime atual: principais alterações consolidadas no período 2001-2005<sup>109</sup>**

A política de liberalização estrutural da conta capital seguiu avançando no período 2001-2005, sendo construída e consolidada gradualmente com a edição regular de normativos nessa direção. Sua principal característica no período, sobretudo nos anos mais recentes, é o caráter complementar às mudanças implementa-

das na década de 1990, quando se realizaram as principais alterações (ressaltadas na seção anterior) que determinaram a abertura de novos canais institucionais para a movimentação dos fluxos de capitais para com o exterior.<sup>110</sup> Assim, muito do trabalho realizado pelo BC nos últimos anos está baseado na consolidação e no aprofundamento das mudanças anteriores, que visaram à redução de restrições operacionais, exigências burocráticas e custos de transação a entradas e saídas de investimentos externos.<sup>111</sup> Frise-se também o caráter das alterações, veiculadas através de resoluções e circulares do BC.<sup>112</sup> Ou seja, tais medidas têm um caráter infralegal, dado que não modificam o marco legal existente.

Ressaltados esses pontos, cabe aqui destacar as principais e mais relevantes medidas. Construídas independentemente entre si, cada qual tratando de um aspecto específico da regulamentação cambial, são por fim consolidadas no novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais em março de 2005 (RMCCI).<sup>113, 114</sup> Assim, a Circular 3.027/01 institui uma modalidade específica de Registro Declaratório Eletrônico (RDE), enquanto a Circular 3.037 (1.6.2001) permite determinadas operações relacionadas a investimentos brasileiros no exterior. A Decisão-Conjunta BC/CVM 9/01 autorizou as DTVMs<sup>115</sup> a intermediar operações cursadas no então MCTL, e assim por diante. O Quadro 3 resume os principais normativos editados pelas autoridades monetárias a partir de 2001.

Dado o histórico apresentado no Quadro 3, chega-se à configuração atual do tratamento dispensado às operações externas do país, sobretudo relacionadas com a conta capital. Com a instituição do RMCCI, o país experimenta seu mais avançado passo em direção à livre movimentação de capitais. Formalmente, o mercado de câmbio deixou de ser dividido em dois segmentos (livre e flutuante) e passou a ser único, no qual são celebrados todos os tipos de operações por taxas cambiais livremente pactuadas entre as partes, independentemente de sua natureza. Tal medida marcou o fim de uma era em que o país conviveu com várias taxas oficiais de câmbio dentro de engenharias cambiais implementadas para gerenciamento das operações externas do país, além de deixar em aberto e sinalizar que a regulamentação cambial está sempre em evolução, particularmente no sentido da maior liberdade cambial.<sup>116</sup>

Além disso, nos mesmos termos da legislação que instituiu o Plano Real (art. 1º, da Lei 9.069, de 29.6.1995, e art. 1º, da Lei 10.192, de 14.2.2001), mantém-se o curso forçado da moeda corrente nacional, sendo proibida qualquer estipulação de pagamento que vise impedir ou recusar o seu curso legal, excetuadas algumas hipóteses específicas.<sup>117</sup> Como forma de controlar as operações cursadas no mercado de câmbio, todas as operações devem ser formalizadas por meio de contrato de câmbio e suas informações devem ser registradas no Sistema de Informações do BC (Sisbacen).<sup>118</sup>

Outro princípio mantido pelo RMCCI foi o da cobertura cambial das exportações brasileiras, instituído pelo Decreto 23.258/33, pelo qual os exportadores são obrigados a internalizar os recursos recebidos com o pagamento das exportações. No entanto, essa disposição foi flexibilizada e permitiu-se a internalização dos recursos advindos da exportação agora em até 210 dias contados do recebimento da moeda estrangeira.<sup>119</sup>

## QUADRO 3

**Principais medidas liberalizantes no período 2001-2005**

<i>Normativo</i>	<i>Ementa</i>	<i>Sentido</i>
Circular 3.027 (22.2.2001)	Institui e regulamenta o Registro Declaratório Eletrônico (RDE) de empréstimos entre residentes ou domiciliados no país e residentes ou domiciliados no exterior e de captação de recursos no exterior com vínculo a exportações	<i>Inward</i>
Circular 3.037 (1.6.2001)	Permite modalidade e transferência de investimento brasileiro no exterior (consolidada na Circular 3.280/05)	<i>Outward</i>
Decisão-Cj 9 (20.7.2001)	Autoriza as DTVMs a intermediar operações no MCTL	<i>In/out</i>
Circular 3.075 (7.1.2002)	Estabelece procedimento para pagamento em moeda estrangeira efetuado por residente no exterior a residente no país em decorrência de venda de produtos com entrega no território brasileiro (permite pagamento em moeda estrangeira em situações além das previstas na Lei 9.826, art. 6º, consolidada na Circular 3.280/05)	<i>Inward</i>
Decreto 4.296 (10.7.2002)	Disciplina a não-incidência da CPMF sobre operações com ações de investidores estrangeiros, relativas a entradas no país e a remessas para o exterior de recursos financeiros empregados em operações e contratos negociados em bolsas de valores, mercadorias e futuros ou mercado de balcão organizado	<i>In/out</i>
Circular 3.187 (16.4.2003)	Permite remessas de capital ao exterior através da Transferência Eletrônica Disponível	<i>Outward</i>
Lei 10.755 (3.11.2003)	Estabelece multa sobre pagamentos de operações de importação e dá outras providências (dá mais autonomia ao agente, reduzindo penalidades)	<i>Outward</i>
Resolução 3.203 (18.6.2004)	Dispõe sobre abertura, manutenção e movimentação de contas de depósitos à vista para pessoas físicas brasileiras que se encontrem temporariamente no exterior	<i>Inward</i>
Resolução 3.217 (1.7.2004)	Permite a liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo, arrendamento mercantil e de importações de curto prazo	<i>Outward</i>
Circular 3.249 (2.8.2004)	Simplifica, adequa e atualiza a regulamentação cambial com relação a pagamentos de serviços de transporte internacional	<i>In/out</i>
Resolução 3.250 (16.12.2004)	Autoriza investimentos brasileiros no exterior mediante realização de conferência internacional de ações, por meio de dação ou permuta de participação societária detida por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no Brasil, decorrente de venda de controle acionário de empresa brasileira	<i>Outward</i>
Circular 3.280 (16.3.2005)	Divulga o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) e extingue a CNC	<i>In/out</i>

Fonte: BC (2005b).

Uma importante alteração na regulamentação diz respeito à desburocratização e à simplificação da comprovação documental para celebrar uma operação de câmbio. A regulamentação cambial não mais prevê o rol dos documentos

necessários para embasar cada tipo de operação de câmbio, exceto em algumas situações específicas, ainda que todas elas devam ter respaldo documental e devam estar à disposição do BC para quaisquer comprovações.

As transferências internacionais de reais, por seu turno, efetuadas por meio de créditos e débitos realizados em contas de não-residentes (CC5), não podem mais ser realizadas no interesse de terceiros, dentro da sistemática anterior de trânsito pelas contas de instituição financeira residente ou domiciliada no exterior – em atendimento a um pleito antigo do mercado. Atualmente, somente recursos próprios de não-residente depositados nessas contas podem ser livremente convertidos em moeda estrangeira para remessa ao exterior.<sup>120</sup> As demais operações ali anteriormente cursadas passam a ser efetuadas normalmente no mercado de câmbio – constituindo uma medida liberalizante.

Assim, como regra geral, com base na nova regulamentação do RMCCI, quaisquer pagamentos ou recebimentos em moeda estrangeira podem ser realizados no mercado de câmbio, inclusive as transferências para fins de constituição de disponibilidades no exterior e seu retorno ao país e aplicações no mercado financeiro. Dessa forma, pessoas físicas e jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira, de qualquer natureza, sem limitação de valor, via celebração de contrato de câmbio com os agentes autorizados, mesmo para aquelas operações que só podiam ser feitas via CC5. Esse aspecto constitui uma das mais relevantes mudanças da legislação, sobretudo por seu caráter de imprimir maior transparência a essas transações.<sup>121</sup>

O caráter da legislação cambial passa de um primeiro momento mais restritivo e regulado no sentido mais estrito, em que qualquer operação só podia ser realizada no mercado oficial se estivesse expressamente autorizada, para uma segunda etapa, em que se passa a permitir ampla liberdade de operação com o exterior, com um caráter muito mais liberal. Tal concepção enseja que, pelo regime vigente, empresas e cidadãos residentes e domiciliados no Brasil possam utilizar a compra de moeda estrangeira como instrumento para formação de poupança e disponibilidades financeiras no exterior, o que era expressamente vedado pelo regime cambial anterior, como bem observam Castro *et al* (2005). No entanto, também permanece vedada a manutenção de contas de depósito em moedas estrangeiras – uma das sugestões propostas pelo setor privado como alternativa à exigência de cobertura cambial dos exportadores –, exceto em algumas situações particulares definidas na legislação.<sup>122</sup>

Outra facilidade importante, que traz para o mercado de câmbio operações que antes podiam apenas ser cursadas no mercado paralelo ou via CC5, está na faculdade de liquidação de compromissos em moeda nacional, de qualquer natureza, firmados entre pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país e pessoas físicas ou jurídicas residentes e não-residentes (RMCCI 1.1.9) – o que tem o mesmo sentido de trazer para o mercado principal operações já realizadas *de facto* pelos agentes. Além disso, permitiu-se expressamente que a compra e a venda de moeda estrangeira possam ser objeto de constituição de disponibilidade no exterior – o que antes já era feito pelas operações CC5.<sup>123</sup>



Por outro lado, com a atual sistemática, permitiu-se não só a manutenção de disponibilidade no exterior, como também o livre fluxo de capitais de residentes e domiciliados no Brasil.<sup>124</sup>

A substituição da CNC pelo RMCCI também revogou os limites anteriores para aplicações no exterior, como o teto de US\$ 5 milhões antes estabelecido para livre remessa de investimento brasileiro no exterior por pessoa jurídica não-financeira; de manutenção de escritório de representação no exterior, antes de US\$ 500 mil; ou de US\$ 20 mil para compra de ações por funcionários de empresa estrangeira, hoje sem restrição. Assim, liberaram-se os limites de negociação e de envio de dólares por empresas e pessoas físicas. Entre as operações que podem ser feitas, estão, além das remessas para a constituição de disponibilidades no exterior, empréstimos de brasileiros e investimentos brasileiros superiores a US\$ 5 milhões, que precisavam de carimbo prévio do BC pela sistemática anterior.<sup>125</sup> As remessas de dividendos e empréstimos entre companhias também estão liberadas.

As pessoas físicas ou jurídicas residentes, inclusive fundos mútuos de investimento e outras entidades de investimento coletivo, domiciliadas ou com sede no país, podem ainda aplicar no mercado de capitais dos demais países signatários do Tratado Mercosul; adquirir *Brazilian depositary receipts* (BDRs);<sup>126</sup> adquirir DRs (certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações, emitidos no exterior por instituição depositária, com lastro em valores mobiliários, de companhia sediada no Brasil, depositados em custódia específica no país); e adquirir cotas de fundos específicos (antigos Fiex, atuais fundos de dívida externa), com composição majoritária de títulos da dívida externa brasileira (RMCCI, título 2).

Atualmente, instituições financeiras, sociedades de arrendamento mercantil, pessoas jurídicas e físicas podem fazer captação de recursos externos através de empréstimos diretos ou lançamento de títulos no exterior, sem exigência de cumprimento de prazos mínimos e sem nenhuma restrição na aplicação dos recursos captados do exterior no mercado doméstico. As empresas brasileiras também podem captar recursos no mercado de capitais estrangeiro, via lançamento de títulos lastreados em ações do Brasil (ADRs nos Estados Unidos e DRs na Europa). No mercado financeiro e de capitais doméstico, mantém-se a liberdade anterior para aplicação de recursos externos em títulos de renda fixa ou variável.

Além disso, funcionários de empresas brasileiras pertencentes a grupos econômicos estrangeiros podem adquirir valores mobiliários, fracionários ou não, representativos de emissão de empresa líder do grupo no exterior, ou cotas de fundo de investimento constituído fora do país com propósito único de adquirir ações da matriz estrangeira em programas lançados exclusivamente para funcionários. Da mesma forma, não há limites de valor para a realização das operações de compras a título de turismo, nem para a realização de transferências unilaterais e pagamentos de serviços.

Observa-se que a maioria das medidas implementadas concentra-se na movimentação de capitais, não de estrangeiros, mas de brasileiros, com a finalidade

de simplificar, desburocratizar e impor transparência ao mercado, mas também de liberalizar movimentações de capitais sobretudo de empresas e cidadãos residentes. De outra parte, a maior liberalização concentra-se nas *outward transactions*, dado que na década de 1990 as medidas mais relevantes da abertura financeira do país foram adotadas justamente sobre as operações de influxos de capitais [Biancarelli (2003)], restando pouco espaço para maior avanço nesse campo. Assim, é possível considerar que a instituição do RMCCI foi um passo relevante para consolidar o processo de desregulamentação do regime cambial e aprofundar o grau de conversibilidade da conta capital. Mas cabe ressaltar que as medidas liberalizantes continuam sendo implementadas, da mesma forma gradual.<sup>127</sup>

## **2.4 A gestão conjuntural da conta capital: a hipótese da endogenia dos controles do BC a curto prazo**

A hipótese da endogeneidade dos controles do BC se baseia no trabalho de Cardoso e Goldfajn (1997), os quais examinaram o controle sobre o movimento de capitais no Brasil entre 1983 e 1995 e concluíram que o governo comporta-se endogenamente nessa matéria.<sup>128</sup> Dada uma circunstância de excesso de liquidez internacional,<sup>129</sup> controles seriam implementados para restringir seu ingresso no país,<sup>130</sup> enquanto numa conjuntura de falta de liquidez – como em decorrência de efeito-contágio e comportamentos miméticos – os controles seriam flexibilizados com vistas a estimular o ingresso desses capitais, sobretudo de curto prazo.

Segundo essa concepção, pode-se afirmar que a discricionariedade do BC no gerenciamento dos fluxos externos do país tem um caráter muito mais passivo do que ativo, pois constitui uma reação a conjunturas desfavoráveis e não uma política deliberada pela implementação de obstáculos às transações externas.<sup>131</sup> A intensidade da regulação seguiria uma função de reação do governo (BC) às mudanças de direção nos fluxos de capitais, e não o contrário, como se poderia supor, de que os fluxos respondessem a uma legislação de caráter mais ou menos restritiva. Ou seja, não constituiriam obstáculo à realização das transações externas dos agentes e não seriam, portanto, um componente relevante do chamado “risco-Brasil”.<sup>132</sup>

Entretanto, faz-se uma ressalva de que, atualmente (2005), diante do excesso de liquidez internacional e excessiva valorização da moeda nacional, essa característica de reação parece ter-se arrefecido, dado que o BC não está usando esse instrumento gerencial.<sup>133</sup> Nesse quadro, a função-reação do BC, de caráter de curto prazo, presente nesse período de abertura a partir dos anos 1990, parece estar “congelada”. Sobressai apenas a característica da continuidade do processo de abertura estrutural gradual da conta capital,<sup>134</sup> de caráter de longo prazo. Isso também pode ser interpretado como uma reação do BC às mudanças estruturais da economia mundial, que afastam barreiras e aproximam os mercados financeiros.

De qualquer forma, a verificação dos fluxos específicos direcionados para o Brasil no período é ilustrativa da relevância dessa pronta reação no gerenciamento

externo pelo BC, o que também está subjacente às medidas tomadas pela autoridade monetária diante de vários períodos de crises externas registradas. Desde 1992, os fluxos de capitais privados líquidos consistiram primariamente em recursos de curto prazo aplicados em investimentos de portfólio e outros investimentos de curto prazo [Cardoso e Goldfajn (1997)]. Em 1995, os fluxos de capitais líquidos teriam alcançado mais de US\$ 29 bilhões, dos quais US\$ 20 bilhões de curto prazo.

Portanto, apesar de, num plano estrutural, o movimento ter sido cumulativo e na direção da desregulamentação, em alguns momentos foram utilizados instrumentos de natureza mais conjuntural, com o objetivo de calibrar a entrada de recursos às necessidades do país [Biancareli (2004)]. Entretanto, dadas essas conjunturas adversas com que o país se defrontou, o BC teve de adotar diversas medidas justamente para lidar com as oscilações bruscas dos fluxos de capitais para o país, ora restringindo, ora incentivando posteriormente de forma mais aberta o influxo de recursos externos. Vale dizer, o movimento de liberalização é marcado pelo uso de instrumentos de gestão conjuntural, constituindo medidas que teriam ampliado ou reduzido a atratividade das captações de recursos externos conforme a modificação dos cenários internacionais.<sup>135</sup>

Assim, sustenta-se que essas medidas caracterizam-se por respostas, ou reações da autoridade monetária, diante de situações conjunturais, as quais, a despeito de poderem caracterizar, numa primeira e isolada avaliação, um retrocesso do processo de abertura em evolução na década de 1990, se contempladas numa análise em conjunto, *a posteriori* – inclusive pela facilidade que a análise histórica proporciona nesse caso –, representariam situações isoladas, sem prejuízo e alteração na tendência estrutural de liberalização. Portanto, a hipótese da endogenia dos controles vai justamente caracterizar e justificar essas medidas implementadas, adotadas com um horizonte de curto prazo, ao mesmo tempo que proporciona à autoridade monetária um exemplo efetivo, registrado em seus próprios arquivos, do grau de utilidade e efetividade no uso de controles diante de situações adversas no cenário externo do Brasil.

Quase sempre utilizando a manipulação de prazos mínimos para empréstimos e amortizações e as alíquotas do IOF, tais expedientes foram particularmente utilizados na época da introdução do Plano Real, quando a situação era de abundância na entrada de capitais. Em 1993 e 1994, a forte entrada de recursos ensejou a adoção de certos tipos de controles de capitais no intuito de moderar o influxo e selecionar o tipo de recurso ingressante.

Em seguida, a crise mexicana e a retração posterior na oferta de recursos reverteram a tendência anterior e provocaram, no início de 1995, uma série de medidas na direção contrária, com a finalidade de restabelecer as melhores condições para a continuidade do afluxo de divisas.<sup>136</sup> Nesse contexto, do lado dos fluxos de capital externo, o governo adotou medidas que visavam estimular a entrada de capitais e penalizar os detentores de moeda estrangeira, com a redução do IOF<sup>137</sup> sobre ingresso de recursos externos (Portaria MF 95, de 9.3.1995) e a redução dos limites de posição comprada de câmbio que os bancos poderiam manter sem obrigatoriedade de depósito no BC (Circulares BC 2.548 e 2.549, de 9.3.1995).

Já em resposta à rápida recuperação dos fluxos de capitais externos após a crise mexicana no fim de 1994 – a qual reverteu o processo de transferências internacionais de capital para uma série de países –, a partir de agosto de 1995 adotaram-se medidas para aumentar os custos de entrada desses recursos, restringir o ingresso de capitais de curto prazo e estimular o alongamento da permanência dos recursos captados [Marinho (2002)].<sup>138</sup>

De maneira ampla, o governo reagia à entrada de capitais aumentando o controle em períodos de *boom*, principalmente via cobrança de IOF sobre os ganhos de aplicações financeiras dos investidores externos no país, e liberalizando nos períodos de crise [Oreiro, Paula e Silva (2004)]. Sobretudo, teriam sido utilizados controles sobre as entradas de capitais em períodos excepcionais de elevada oferta de capitais externos, restando liberados os controles sobre saídas.

Independentemente dessas medidas restritivas sobre os fluxos, a sistemática cambial associada a investimentos diretos, de caráter mais perene, nunca sofreu interferência ou descontinuidade, inclusive as saídas de capitais, o que demonstra o caráter perene e regular do mecanismo previsto pela Lei 4.131/62. Portanto, o grau de restrições implementadas, em linhas gerais, não chegou a ser elevado a ponto de impedir todos os fluxos externos, restringindo-se a fluxos específicos de caráter mais de curto prazo<sup>139</sup> – justamente sobre os quais parece haver maior consenso na literatura sobre seus efeitos negativos para os países em desenvolvimento.

Também a despeito da reação do BC às intempéries econômicas, inclusive diante dos episódios de crises que atingiram o país em 1995, 1997 e 1998, registrou-se uma ampla movimentação de capitais para o exterior via CC5. Isso demonstra o caráter mais restrito das medidas adotadas, que não chegaram a constituir barreiras à circulação dos capitais e representaram incentivo ou desincentivo a determinado tipo de fluxo, especialmente de curto prazo.

Mesmo nos períodos mais críticos, o governo, ao tempo em que gerenciava o balanço de pagamentos com adoção de medidas restritivas em resposta a conjunturas adversas, ainda reagia positivamente às demandas do setor produtivo exportador nacional, tentando amenizar ou compensar as dificuldades cambiais do país, o que demonstra o caráter adaptativo e elástico da atuação das autoridades com relação à manutenção das transações externas. Isso fez com que medidas como a experiência de centralização cambial de 1983-1984<sup>140</sup> acabassem sendo vistas com bons olhos pelo mercado, dada a necessidade de condução firme das operações externas do país num período de crise externa e seu caráter *acautelatório*, com a finalidade de evitar “situações de inadimplência descontrolada” do país.

A década de 1990 também registra medidas restritivas diante de conjunturas desfavoráveis nas contas externas, mas agora com relação tanto a excesso de entrada quanto a excesso de saída de capitais, dada a já maior liberdade de movimentação dos capitais, reconhecida por Carvalho e Sicsú (2005). A própria elevação da taxa de juros e a redução do prazo médio mínimo de amortização de empréstimos externos, diante da crise asiática, também constituíram outro mecanismo pontual de resposta a uma situação de instabilidade por que o país passou

no período recente, como medida de estímulo à entrada de capitais externos, permitindo a recomposição das reservas internacionais – utilizadas fortemente para a sustentação do Plano de Estabilização Monetária de 1994.<sup>141</sup> Outro instrumento utilizado diante das crises foi a emissão de títulos mobiliários federais indexados ao dólar, que procurou deslocar para os mesmos parte da demanda por divisas e reduzir as pressões no mercado cambial. Assim, a correção cambial garantia ao detentor dos títulos a segurança da reserva de valor durante as crises cambiais.

As medidas adotadas em decorrência da crise argentina em 2001 também são ilustrativas da reação do BC a situações críticas nos fluxos externos. Dada a suspensão pela Argentina do pagamento das exportações brasileiras em decorrência da crise financeira daquele país, os fluxos de pagamentos com a Argentina foram centralizados diretamente pelo BC via CCR<sup>142</sup> com o Banco Central vizinho (Circular BC 3.158, de 25.10.02). Posteriormente, em dezembro de 2003 (Circular BC 3.211), esse mecanismo de gerenciamento foi relaxado, diante do retorno da normalidade dos fluxos de pagamentos externos com aquele país. Posteriormente, a Resolução BC 3.179 (29.3.2004) também corroborou a hipótese de endogenia. Dado o ambiente de melhora no cenário externo, essa medida resolveu um problema conjuntural decorrente da crise asiática de 1997, baixando a vedação à concessão de crédito a usuários de cartão de crédito internacional para pagamento de bens e serviços adquiridos no exterior. Como explica o BC (2004, p. 109), tal vedação “havia sido imposta em 1997, em um contexto de forte queda dos fluxos financeiros internacionais e de aumento da aversão ao risco aos mercados emergentes, motivados pela crise asiática”.

Em suma, de maneira geral, o processo recente de abertura mantém sua linha estrutural, ainda que num período pontuado por diversas crises financeiras. É, portanto, marcado por medidas conjunturais<sup>143</sup> intercalando o processo de abertura estrutural da conta capital dos anos 1990 para a administração do equilíbrio das contas externas do país.



### 3. Desdobramentos da liberalização da conta capital: uma análise econométrica utilizando metodologia VAR (1994-2005)

---

Tendo como referência a literatura teórica e os trabalhos empíricos apresentados no início deste estudo, e com base na exposição do capítulo anterior sobre a evolução recente da legislação cambial brasileira no sentido de uma maior liberalização da conta capital, propõe-se aqui avaliar as implicações macroeconômicas da abertura e da integração financeira do país com os mercados externos, de forma a confrontar os resultados com a literatura apresentada anteriormente.

Para tanto, primeiro calcula-se o grau de conversibilidade da moeda nacional, com base nos normativos editados pelo BC que afetam a entrada e a saída de fluxos de capital para o período 1994-2005. Ou seja, uma medida *de jure*, quantificando as mudanças na legislação identificadas no período, dentro dos parâmetros do Índice de Controle de Capitais (ICC) proposto por Cardoso e Goldfajn (1997), já com certa difusão em trabalhos empíricos passados. Isso possibilita, também, a continuidade das avaliações anteriores na mesma linha de pesquisa já conhecida no meio acadêmico.

Depois, propõe-se a utilização de uma medida *de facto*, com base nos fluxos financeiros reais registrados no período, constituindo um Índice de Abertura Financeira (IAF). Assim, analisam-se de forma empírica justamente os efeitos do grau de abertura – com base no ICC – e de integração externa – com base no IAF – da economia brasileira a partir de 1994<sup>144</sup> sobre três indicadores econômicos centrais na economia, quais sejam: taxa de câmbio, de juros e de crescimento econômico, os quais condicionam o ritmo de desenvolvimento da economia nacional. Busca-se, assim, identificar qual tipo de relação tem prevalecido para o caso brasileiro recente.

Portanto, o objetivo precípua deste capítulo é verificar o resultado da dinâmica de interação da abertura e da integração financeira com as variáveis PIB – como *proxy* para crescimento econômico –, taxa de câmbio e juros – dois dos principais preços de uma economia em desenvolvimento afetados pela dinâmica dos fluxos

externos, averiguando-se a volatilidade macroeconômica no período.<sup>145</sup> Concebe-se que, a partir dos exercícios econométricos, há mais possibilidade de analisar se é justificável a adoção de plena conversibilidade do real, nos moldes da proposta de Arida (2003a), ou seja, de uma liberalização total da conta capital do país.

O capítulo está estruturado da seguinte forma: preliminarmente, apresenta-se a construção do Índice de Controle de Capitais (ICC) e do Índice de Abertura Financeira (IAF), além dos resultados para 1990-2005. Na segunda etapa, realizam-se os exercícios econométricos com as variáveis macroeconômicas selecionadas, fazendo uso da metodologia VAR. Discorre-se sobre os resultados com o auxílio das ferramentas de função impulso-resposta, teste de causalidade de Granger e análise da decomposição de variância. Conclui-se ao final.

### 3.1 Indicadores de abertura e integração financeira: metodologia e resultados

A tentativa de mensurar a liberalização da conta capital nos trabalhos empíricos não é uma tarefa fácil. De forma geral, a maioria dos trabalhos utiliza uma medida de caráter qualitativo, baseada na existência ou não de regras restritivas à livre mobilidade de capitais, nos termos do AREAER do FMI, ainda que com diferentes abordagens. Mas a medida apresentaria limitações naturais e reportaria apenas um indicador binário de classificação entre regimes com ou sem controle, não permitindo um estudo mais aprofundado sobre o tipo de controle utilizado, e o grau de controle em prática.

Assim, uma das críticas aos estudos baseados nesses dados sustenta que eles apenas proveriam indicadores genéricos sobre controles de capitais, sem medir a intensidade ou a real efetividade das diversas restrições específicas sobre capitais.<sup>146</sup> De sua parte, o indicador do FMI refletiria apenas a existência de restrições oficiais *de jure* sobre fluxos de capitais e não capturaria as diferenças na intensidade do uso das restrições sobre fluxos de capitais entre os países. Dessa forma, o grau real de abertura de um país não estaria espelhado na *proxy* das medidas *de jure* de cada país para avaliação de seus efeitos, muito menos a real integração financeira de um país com os mercados externos, a qual deve se basear em uma medida *de facto*.

Os indicadores têm características próprias, o que permite a avaliação de efeitos de fatos distintos sobre a economia, um denotando a legislação propriamente dita e o outro, os fluxos – a utilização de ambos permite uma visão mais ampla da realidade subjacente e, assim, uma análise mais rica. Diante do exposto, avalia-se a abertura e a integração financeira do país com base em dois indicadores distintos, uma medida *de jure* e uma *de facto*.<sup>147</sup>

Ressalta-se, desde já, que o indicador *de facto* (IAF, adiante apresentado), com base nos fluxos financeiros, não permite uma avaliação sobre os controles de capitais do país, mas proporciona uma caracterização direta dos fluxos financeiros



independentemente do arcabouço legal editado pelas autoridades monetárias.<sup>148</sup> Por sua vez, o indicador *de jure* (ICC, descrito adiante), justamente baseado nas mudanças na legislação externa efetivadas pelo governo, permite averiguar os efeitos dos controles do país, fruto da atuação direta das autoridades monetárias sobre as relações internacionais. Ambas as abordagens complementam-se.

### 3.1.1 Índice de Controle de Capitais: uma medida *de jure*

A utilização do índice proposto por Cardoso e Goldfajn (1997) surge como uma alternativa ao índice dual usado pela maioria dos trabalhos empíricos, elaborado com base nos relatórios do FMI. O índice, na verdade, tem um caráter qualitativo, no momento em que utiliza uma avaliação binária para cada medida normativa isolada (atribuindo-lhe valores entre 1 e -1), mas consegue ter a vantagem de adicionar um caráter também quantitativo em seus resultados, aproximando-se também de um medidor da liberalização *de facto*.

O Índice de Controle de Capitais (ICC) tem o intuito de medir as mudanças na legislação que afetam o fluxo de capitais por intermédio das alterações ocorridas no controle sobre entrada e saída de capital. Naturalmente, o índice apresenta limitações, da mesma maneira que os demais encontrados nos estudos mais citados sobre o assunto.<sup>149</sup> Mas, por ser já um parâmetro difundido em diversos estudos anteriores para o caso brasileiro – por exemplo, em Cardoso e Goldfajn (1997), Soihet (2002), Pires (2004), Oreiro, Paula e Silva (2004), Minella e Goldfajn (2005) –, com boa aceitação no meio acadêmico, é pertinente a utilização da mesma metodologia, até como forma de comunicação com os resultados prévios do mesmo indicador.

Assim, foi utilizada a legislação de capitais estrangeiros e câmbio do país, constante de Soihet (2002), que totaliza um universo de 189 normativos para o período 1990-2000. A partir de 2001, foi realizada a coleta da legislação de capitais estrangeiros e câmbio, com base nas normas editadas pelo BC, sobretudo aquelas do Departamento de Capitais Estrangeiros e Câmbio (Decec), e, depois, pela Gerência Executiva de Normatização de Câmbio e Capitais Estrangeiros (Gence), totalizando 83 normativos até junho de 2005, apresentados em anexo. Assim, reuniram-se 272 normativos nesse período.

Após, deu-se sequência à avaliação do caráter de cada normativo, se liberalizante, restritivo ou regulamentar. De acordo com o critério adotado, uma norma liberalizante é aquela que tem a intenção de incentivar a movimentação de capitais, como dar liberdade para remessa de capitais e autorizar a aplicação dos investidores nacionais em títulos emitidos no exterior (DRs).

Uma norma restritiva, ao contrário, é aquela que desestimula a entrada e a saída de capital estrangeiro. Como exemplo, a decisão do BC de limitar o capital estrangeiro a investir em determinados fundos de investimento, ou, ainda, um aumento de IOF sobre fundos de renda fixa. Já uma legislação de caráter regula-

mentar é aquela que tem apenas a intenção de normatizar ou comunicar um fato, por isso tem, a princípio, um efeito neutro sobre os fluxos de capitais. É ilustrativa a atuação do BC para disciplinar normas relativas a arrendamento mercantil ou estabelecer condições para registro de capitais estrangeiros.<sup>150</sup>

Portanto, de acordo com essa classificação, no universo de 272 normativos, 47,43% são liberalizantes, 13,23% são restritivos e 39,34% são regulamentares, o que está resumido na Tabela 1.

TABELA 1  
**Síntese da legislação (1990-2005/2006)**

<i>Natureza</i>	<i>Quantidade</i>	<i>%</i>
Liberalizante	129	47,43
Restritivo	36	13,23
Regulamentar	107	39,34
Total	272	100,00

Fonte: Anexo Legislação 2001-2005; Soihet (2002).

Agrupada e classificada a legislação pertinente a movimento de capitais, partiu-se propriamente para a construção do índice. O índice é construído com base nos indicadores RI (*restrictions on inflows*) e RO (*restrictions on outflows*), os quais expressam o saldo dos normativos sobre entradas e saídas de capitais, respectivamente. Portanto, o indicador RI refere-se às alterações ocorridas no controle à entrada de capital (variando de -1 a +1) e RO refere-se às alterações no controle às saídas de capital, variando, analogamente, de -1 a +1.<sup>151</sup>

No caso de ser liberalizante uma alteração, atribui-se o valor +1 para o normativo que compõe tanto o índice RI quanto o RO, indicando a redução de restrições ou de controle sobre capitais. Assim, um resultado positivo final do índice indica a prevalência de normativos de caráter liberalizante sobre o movimento de capitais no período; se negativo, restritivo; e, se nulo, regulamentar, sem efeitos sobre o grau de conversibilidade da conta capital.

QUADRO 4  
**Indicadores utilizados no ICC**

<i>Indicador</i>	<i>Descrição</i>
RI	Saldo trimestral das medidas liberalizantes e restritivas, na entrada de capital
RO	Saldo trimestral das medidas liberalizantes e restritivas, na saída de capital
RI, RO > 0	Indica predominância liberalizante na legislação
RI, RO < 0	Indica um caráter restritivo da legislação no período

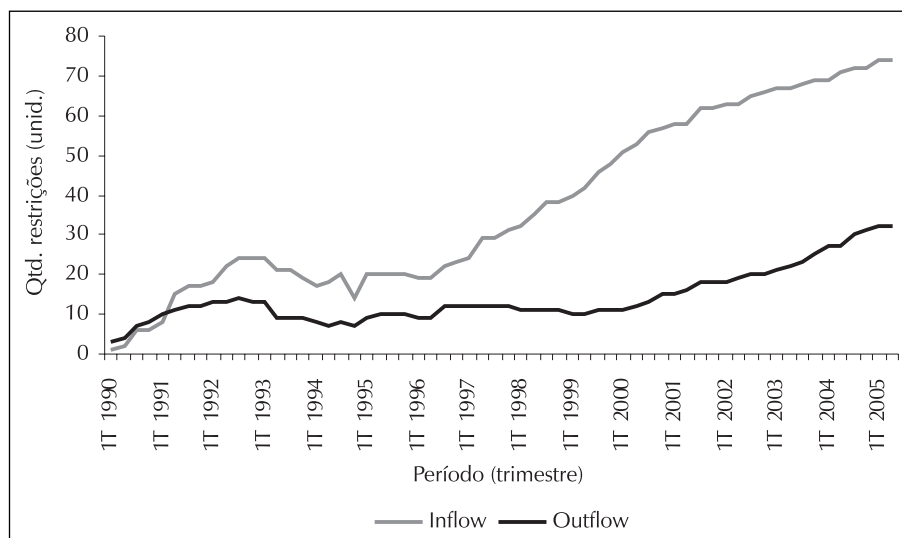
Fonte: Elaboração do autor.

Basicamente, entre janeiro de 1990 e junho de 2005, a atuação do BC, em média, foi no sentido de liberalização da conta capital, tanto sobre as entradas – de forma mais expressiva –, quanto sobre saídas de capitais.<sup>152</sup> A título ilustrativo, como incentivo à entrada de capital, consideram-se como marcos no período a aprovação do Anexo IV da Resolução BC 1.832/91; a Resolução BC 1894/92, que reduziu o prazo de permanência no país dos investimentos estrangeiros; e a Circular BC 2.388/93, que regulamentou a constituição e o funcionamento dos fundos de renda fixa – capital estrangeiro.<sup>153</sup>

O Gráfico 1 registra a clara tendência liberalizante da legislação no período, sobretudo sobre os influxos de capitais.

GRÁFICO 1

**Liberalização dos controles sobre entradas e saídas de capitais – 1990-2005**



Fonte: Elaboração do autor.

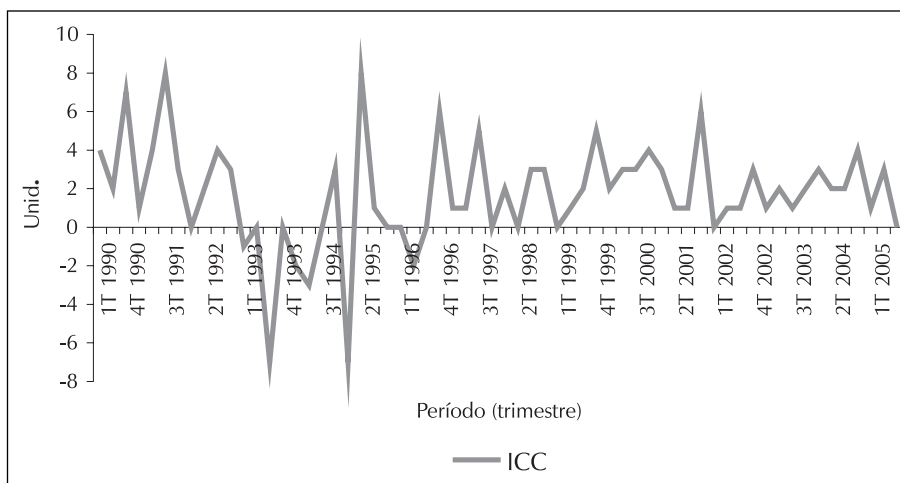
De posse dos indicadores RI e RO, parte-se para uma análise conjunta dos indicadores consolidados num Índice de Controle de Capitais. Entretanto, diferentemente da concepção original de Cardoso e Goldfajn (1997), os quais construíram dois índices com base em combinações lineares distintas entre as medidas de restrições sobre *inflows* e *outflows* (RI e RO), e a exemplo de Pires (2004), não se consideraram diferenças qualitativas no efeito dos normativos referentes à entrada ou à saída de capitais, atribuindo pesos similares a todas as normas da legislação. A fórmula utilizada é, portanto, uma combinação linear simples, qual seja:

$$ICC = RI + RO,$$

em que *RI* representa restrições à entrada e *RO* representa restrições à saída.<sup>154</sup>

A evolução do ICC é apresentada no Gráfico 2, indicando a prevalência de valores positivos, o que confirma o processo de liberalização dos controles sobre os movimentos de capitais para o Brasil no período de janeiro de 1990 a junho de 2005:

GRÁFICO 2  
Variação trimestral do ICC para a economia brasileira – 1990-2005



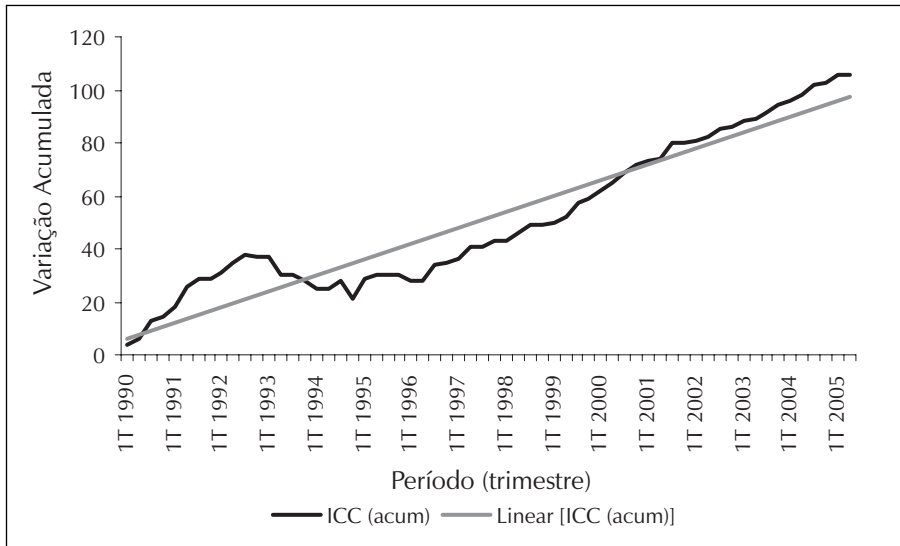
Fonte: Elaboração do autor.

O Gráfico 2 plota os resultados do ICC no período 1990-2005. De janeiro de 1990 a setembro de 1992, o predomínio foi de medidas liberalizantes, atingindo um ICC de +8 no segundo trimestre de 1991. Já o período entre outubro de 1992 e junho de 1996 foi de caráter misto, no sentido de registrar a ocorrência tanto de medidas liberalizantes quanto de restritivas, com picos de medidas restritivas no segundo trimestre de 1993 e no quarto trimestre de 1994 (ambos com ICC= -7), e de liberalizantes no primeiro trimestre de 1995 (com ICC= +8). Já a partir do segundo semestre de 1996, foi retomada a trajetória de liberalização, quando o BC passou a editar, majoritariamente, medidas de cunho liberalizante.

A análise gráfica confirma a hipótese de abertura gradual e crescente da conta capital a partir da década de 1990, no mesmo sentido do apontado por Cardoso e Goldfajn (1997), Soihet (2002) e Oreiro, Paula e Silva (2004). Para tornar mais clara a evidência liberalizante, acumulou-se o ICC e incluiu-se a reta de tendência linear (ver Gráfico 3).

Percebe-se uma clara tendência à liberalização da conta capital, principalmente a partir do segundo semestre de 1996, quando, após um período de medidas mistas, há um acentuado da curva no sentido liberalizante. A partir daí, cerca de 90% das medidas foram de incentivo à entrada ou à manutenção de capital.

GRÁFICO 3

**ICC acumulado para a economia brasileira – 1990-2005**

Fonte: Elaboração do autor.

A hipótese da endogenia do controle de capitais também pode ser confirmada, pela reação do governo aos fluxos de capitais com a determinação de medidas de controle restritivas ou liberalizantes. Com relação à entrada de capital, aumenta-se o controle nos períodos de *boom* e liberalizam-se os controles nos períodos de crise, de forma que, como resposta a períodos adversos, a autoridade monetária edita medidas de caráter restritivo para o gerenciamento das contas externas.<sup>155</sup>

Nesse sentido, do terceiro trimestre de 1992 ao segundo trimestre de 1996, o caráter misto dos normativos sugere reações do BC à entrada excessiva de capitais externos no início dos anos 1990 [Cardoso e Goldfajn (1997)]. Também é ilustrativo o conjunto de medidas adotadas diante da crise financeira mexicana ao final de 1994, como o aumento de tributação, que levou a uma retração generalizada dos fluxos externos aos países emergentes, com posterior revisão da tributação e outras normas na medida em que retornavam os influxos de capitais para o país após maio de 1995 [Cardoso e Goldfajn (1997)].<sup>156</sup>

### 3.1.2 Índice de Abertura Financeira: uma medida de facto

Aqui, propõe-se a utilização de uma medida *de facto*, com base nos fluxos financeiros reais registrados no período, que constitui um Índice de Abertura Financeira (IAF). Basicamente, essa segunda medida, quantitativa, é obtida pela

soma dos fluxos financeiros de entradas e saídas sobre o PIB (em módulo), em uma analogia ao indicador de abertura comercial (exportações mais importações sobre o PIB). Assim,

$$\text{IAF} = \frac{\Sigma \text{ fluxos financeiros}}{\text{PIB}}$$

As contas utilizadas no Quadro 5 são provenientes do balanço de pagamentos do país, disponível no sítio do BC na internet.<sup>157</sup>

QUADRO 5  
**Rubricas do balanço de pagamentos componentes do IAF**

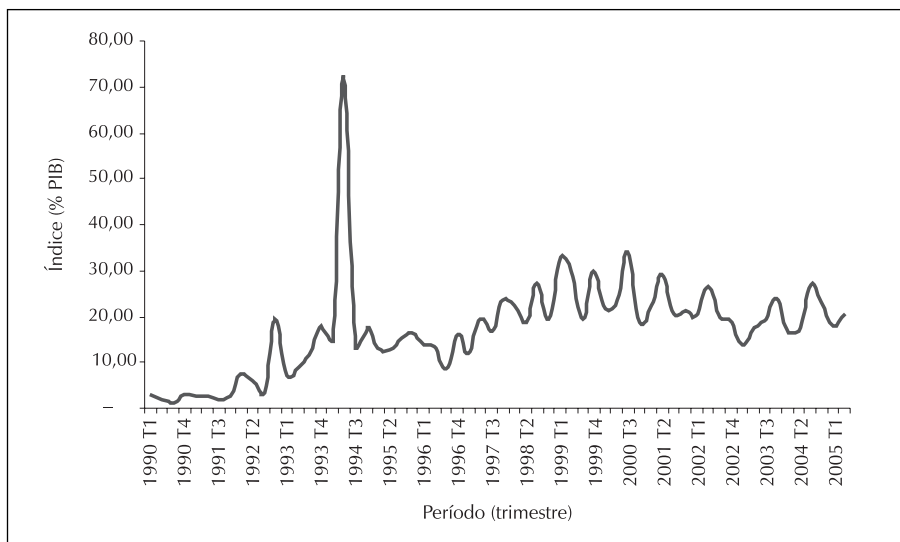
<i>Conta capital</i>
2630 – Transferências unilaterais de capital (receita)
2631 – Transferências unilaterais de capital (despesa)
<i>Conta financeira</i>
<i>Investimento direto</i>
8081 – Investimento estrangeiro direto – IED (crédito)
8082 – Investimento estrangeiro direto – IED (débito)
8073 – Investimento brasileiro direto – IBD (crédito)
8074 – Investimento brasileiro direto – IBD (débito)
<i>Investimento em carteira</i>
8100 – Investimento estrangeiro em carteira – IEC (crédito)
8101 – Investimento estrangeiro em carteira – IEC (débito)
2659 – IBC – ações e títulos de renda fixa – total (aplicação)
2661 – IBC – ações de companhias estrangeiras exclusive BDR (aplicação)
2664 – IBC – ações e títulos de renda fixa – total (retorno)
2666 – IBC – ações de companhias estrangeiras exclusive BDR (retorno)
<i>Derivativos</i>
2687 – Derivativos – ativos (líquido)
2688 – Derivativos – passivos (líquido)
<i>Outros investimentos</i>
2697 – OIB – outros ativos LP (líquido)
2698 – OIB – outros ativos CP (líquido)
2699 – Outros investimentos estrangeiros – OIE total (líquido)

Fonte: BC (2005).

Os resultados encontram-se plotados no Gráfico 4.

Pode-se depreender que, com relação ao fluxo real de capitais, registra-se no período uma tendência crescente de integração financeira do país com o exterior, passando de uma média de fluxos de 2,34% do PIB, em 1990-1991, para 24,47% do PIB, além do forte pico de entrada de capitais registrado em 1994.

GRÁFICO 4  
Índice de abertura financeira (%)



Fonte: Dados em anexo.

### 3.2 Implicações macroeconômicas da liberalização da conta capital: uma investigação utilizando a metodologia de vetores auto-regressivos (VAR) para o caso brasileiro recente (1994-2005)

Depois de mensurado o grau de liberalização da conta capital através dos índices ICC e IAF, parte-se para a análise empírica dos efeitos dessa liberalização sobre a economia brasileira, utilizando a metodologia de vetores auto-regressivos (VAR). O uso da metodologia VAR se justifica pelo fato de que os seus instrumentais estatísticos, sobretudo a Análise de Decomposição de Variância e Funções Impulso-Resposta, associados a testes de causalidade de Granger, permitem o estudo proposto, ou seja, possibilitam a análise da interação dinâmica das variáveis macroeconômicas mencionadas, sem que se assuma, *a priori*, uma relação causal entre uma ou mais variáveis nos modelos.<sup>158</sup>

#### 3.2.1 Fonte e tratamento dos dados

Além do ICC e do IAF, já apresentados, as demais séries analisadas tiveram como fonte de dados brutos os sítios do Ipeadata e do Banco Central na internet, cujas especificações figuram no Quadro 6.

QUADRO 6  
**Especificações dos dados brutos**

<i>Série</i>	<i>Especificação</i>
Taxa de juros	Taxa Selic-over (nominal), que teve como fonte o BC
Taxa de câmbio	Nominal, série fornecida diretamente pelo BC
PIB	A preço de mercado. Série encadeada do índice trimestral de base móvel com ajuste sazonal (média 1990 = 100), fornecido pelo IBGE

*Fonte: Ipea (2005) e BC (2005).*

Antes de apresentar o modelo econométrico propriamente dito e os resultados obtidos na regressão, é importante salientar que se está trabalhando com séries de tempo – valores gerados e ordenados seqüencialmente no tempo. Com o desenvolvimento do ramo denominado Econometria das Séries de Tempo, surgiram instrumentos específicos para testar as séries de dados. Assim, pode-se averiguar qual a relação existente entre a variável liberalização da conta capital (expressa pelo ICC), as variações do PIB (o crescimento econômico) e a volatilidade da taxa de juros e de câmbio, enfoque precípua deste trabalho, com base nos dados de séries temporais.

Nesse contexto, um aspecto importante refere-se à delimitação do período temporal de análise. Se a análise econômica, na maioria dos casos, pelos seus registros temporais, já requer uma delimitação de tempo, quando se trata de ponderações econométricas, isso se torna essencial [Lélis (2005)]. Portanto, para fins dos testes econométricos desenvolvidos a seguir, delimitou-se como período de abrangência deste estudo os anos que vão de 1994 a 2005, tomando-se em conta uma periodicidade trimestral. Mais especificamente, a partir da implementação do Plano Real, quando os indicadores macroeconômicos começaram a apresentar melhores resultados, sem a volatilidade do período inflacionário imediatamente anterior, o que poderia acabar sendo difícil de modelar e extrair resultados significativos.

É notório que o ideal para qualquer trabalho econométrico é dispor de uma série mais longa, pelo alcance mais amplo da amostragem. Entretanto, como o período anterior caracterizou-se por uma turbulência muito expressiva do padrão monetário na economia, com reflexos sobre os indicadores utilizados, inclusive quebras estruturais que acabavam desvirtuando os resultados quanto à estacionariedade das séries, e, de outra parte, como o período considerado (a partir de 1994) proporcionou uma amostragem relevante com a possibilidade de gerar resultados estatisticamente significantes, optou-se por afastar da análise econômica o período inicial da década de 1990, mais instável, para analisar os efeitos da abertura da conta capital a partir de então.<sup>159</sup>

Em acréscimo a essa informação, é indispensável praticar alguns ajustes nas séries de dados antes de desenvolver os exercícios econométricos. Esses ajustes nas séries de dados permitem averiguar o comportamento das séries isoladamente da influência de padrões específicos que poderiam interferir nos estudos e gerar



problemas de regressão espúria entre as variáveis analisadas [Stevenson (2001)]. Portanto, um primeiro passo no tratamento das séries temporais consiste na des-sazonalização dos dados.<sup>160, 161, 162</sup>

Efetivado o ajuste sazonal, as séries passaram, então, por uma transformação monotônica em logaritmos, suavizando as variações das séries, o que produz coeficientes de ajuste das regressões mais homogêneos, dado que se reduz a variação absoluta dos dados para um intervalo menor – o da própria função logarítmica correspondente aos dados iniciais.<sup>163</sup>

### 3.2.2 Teste de estacionariedade e quebras estruturais

Já delimitadas as transformações iniciais impostas nas séries de dados que serão utilizadas no modelo econométrico, parte-se para a análise da estacionariedade das séries. O procedimento adotado primeiramente nesses casos é identificar a presença de não-estacionariedade para, depois, introduzir soluções específicas. Essa primeira etapa é feita através da realização de testes de raiz unitária, conforme o procedimento de Dickey-Fuller (DF). Ademais, é importante observar a autocorrelação dos resíduos da regressão estimada para ter certeza de que está correta a escolha do modelo utilizado para verificar a presença de raiz unitária.

Os testes de estacionariedade foram feitos por meio do *software* EViews 4.1, que gera os valores críticos para rejeição da hipótese nula de existência de raiz unitária. Os resultados dos testes estão resumidos na Tabela 2. A quantidade de defasagens escolhidas para a caracterização de cada série está indicada pelo número entre parênteses na primeira coluna. Esse valor teve como critério de escolha a estatística Schwarz (CIS). Não se detectou autocorrelação nos resíduos dos modelos adotados para testar a presença de raiz unitária.

TABELA 2  
Testes de raiz unitária ADF – 1994:03/2005:02

Série de dados <sup>1</sup>	Teste	N <sup>2</sup>	Valores críticos	Grau de integração <sup>3</sup>
LNICC (c+t) (0)	-3,2663	43	5% = -3,5180	NR
D(LNICC) (c+t) (0)	-13,5572	42	5% = -3,5207	I(1)
IAFSA (c+t) (0)	-6,1776	43	5% = -3,5180	I(0)
LNPIB (c+t) (0)	-2,9978	43	5% = -3,5180	NR
D(LNPIB) (c+t) (0)	-6,3984	42	5% = -3,5207	I(1)
TXNOMSA (c) (2)	-3,7480	41	5% = -2,9350	I(0)
LNCANOMSA (c) (0)	-1,1148	43	5% = -2,9314	NR
D(LNCANOMSA) (c) (0)	-5,6256	42	5% = -2,9331	I(1)

<sup>1</sup> t representa adição de uma tendência determinística na especificação do modelo de caracterização da raiz unitária e c representa adição de uma constante. O número seguinte entre parênteses indica a quantidade de defasagens escolhida, com base no critério de Schwarz (CIS); <sup>2</sup> N = número de observações consideradas na equação do teste ADF; <sup>3</sup> NR – não rejeita a presença de raiz unitária; D = indica primeira diferença.

Onde LNICC representa a série do logaritmo do Índice de Controle de Capitais; IAFA, o IAF, com dados dessazonalizados; LNPIB, o logaritmo do PIB, com dados dessazonalizados; TXNOMSA, a taxa de juros Selic, dessazonalizada; e LNCANOMSA, a série do logaritmo da taxa de câmbio nominal, com dados dessazonalizados.

Portanto, a detecção da estacionariedade ou não das séries temporais exigiu inicialmente a realização do teste ADF para as variáveis em nível. Como não se pôde rejeitar a hipótese nula de existência de raízes unitárias nas séries LNICC, LNIIFA, LNPIB e LNCANOMSA, em vista dos valores críticos e níveis de significância, repetiu-se o procedimento para as séries em primeira diferença, quando, então, foi possível sua rejeição.

Outrossim, observa-se que apenas a série TXNOMSA apresentou estacionariedade dos dados em nível. Nesse sentido, salienta-se que a maioria das séries utilizadas para esse exercício apresenta uma dinâmica não-estacionária. Esse tipo de resultado não é surpresa, pois, em geral, a não-estacionariedade é regra e não exceção entre a maior parte das séries econômicas [Fava (2000)]. As séries encontram-se plotadas em anexo.

Outro passo importante no tratamento das séries encontra-se na identificação de possíveis quebras estruturais nos dados.<sup>164</sup> Como pode ser visualizado no gráfico da taxa de câmbio, a mudança de regimes cambiais, no início de 1999, marca uma quebra estrutural, o que deve ser considerado na análise econométrica, além da forte desvalorização cambial registrada em 2002.

Assim, verificou-se a necessidade de adicionar variáveis *dummy* ao modelo. Formalmente, utiliza-se o teste de estabilidade estrutural de Chow para a confirmação da significância da quebra. Os testes, tanto do LNCANOMSA em nível quanto em diferença, não rejeitam as hipóteses nulas. Portanto, as quebras estruturais identificadas não são significativas, nem em 1999:1 nem em 2002:3, e a série pode ser considerada I(1). A Tabela 3 resume os resultados.

TABELA 3  
**Teste de estabilidade estrutural – Chow's breakpoint test**

<i>Teste de Chow com ponto de quebra em 1999/I</i>			
Estatística-F	0,1571	p-valor	0,6939
Log. razão de prob.	0,1644	p-valor	0,6851
<i>Teste de Chow com ponto de quebra em 2002/III</i>			
Estatística-F	1,4063	p-valor	0,2425
Log. razão de prob.	1,4502	p-valor	0,2285
<i>Teste de Chow (primeira diferença) com ponto de quebra em 1999/I</i>			
Estatística-F	0,1211	p-valor	0,7297
Log. razão de prob.	0,1270	p-valor	0,7216
<i>Teste de Chow (primeira diferença) com ponto de quebra em 2002/III</i>			
Estatística-F	1,9267	p-valor	0,1728
Log. razão de prob.	1,9759	p-valor	0,1598

Obs.:  $H_0$  testada é da não-existência de mudança estrutural na função antes e após 1999:1 e 2002:3.

### 3.2.3 Definição do modelo de vetores auto-regressivos e análise dos resultados<sup>165</sup>

Definidas as séries, parte-se para a seleção do número de defasagens no interior do modelo VAR.<sup>166</sup> Para tanto, toma-se como indicativo para a seleção o critério de informação de Schwarz (CIS). Utilizaram-se, inicialmente, cinco defasagens, as quais foram sendo gradativamente reduzidas até uma defasagem, tomando-se os valores do critério de informação como referência. O modelo VAR mais apropriado é aquele com uma defasagem (VAR(1)). A Tabela 4 resume os valores estimados.

TABELA 4  
**Seleção do modelo para o VAR**

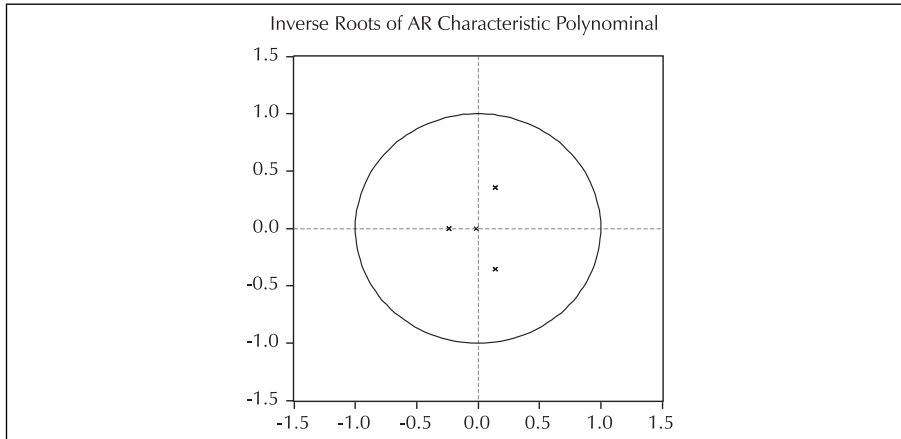
<i>Discriminação</i>	<i>Schwarz criteria</i>
5 Defasagens	-3,3433
4 Defasagens	-4,1220
3 Defasagens	-4,6942
2 Defasagens	-6,0470
1 Defasagem	-6,7989

*Obs.: Variáveis utilizadas na análise LNICC, LNPIB, LNCANOMSA e TXNOMSA (jul. 1994-jun. 2005).*

Definido o número de defasagens, parte-se para a avaliação da estabilidade do VAR estimado, determinando a adequação da estrutura de defasagens do VAR estimado. A idéia básica está em que as raízes inversas do polinômio AR característico se encontrem dentro do círculo unitário. Ou seja, o VAR estimado é estável (estacionário) se todas as raízes possuem módulo menor do que um – plotadas, portanto, dentro do círculo unitário. No caso de o VAR não ser estável, alguns resultados, como os erros padrões da função impulso-resposta, não seriam válidos. O Gráfico 5 mostra os resultados para o VAR estimado, no caso, estável.

Assim sendo, parte-se para a análise dos resultados e a interpretação das estatísticas do VAR. Essa etapa se dá basicamente através das funções impulso-resposta, do teste de causalidade de Granger e da análise de decomposição de variância, ferramentas bastante úteis para examinar as relações entre as variáveis econômicas.

GRÁFICO 5  
Teste de estabilidade estrutural



Fonte: EViews 4.1.

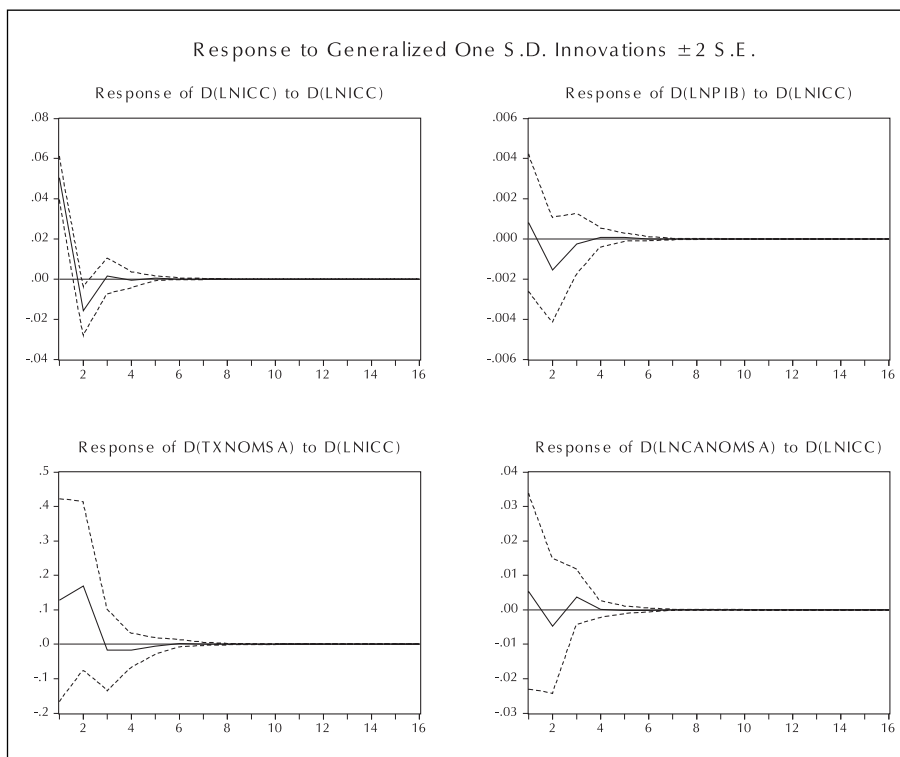
### 3.2.3.1 Função impulso-resposta

As funções impulso-resposta traçam o efeito de um choque no tempo  $t$  dos termos de erro de uma variável particular sobre os valores correntes e futuros das variáveis pertencentes ao VAR. Mantendo-se todos os outros choques constantes, um choque em uma variável  $y_t$  qualquer afeta não somente essa mesma variável  $y_t$ , mas é também transmitido para todas as demais variáveis endógenas através da estrutura dinâmica (de defasagens) do VAR. Assim, como bem observam Ono *et al* (2004), as funções de resposta ao impulso permitem calcular as reações em cadeia de um determinado choque.

No caso específico, a finalidade da estimação das funções de resposta aos impulsos consiste em averiguar de que forma o comportamento das variáveis correspondentes ao PIB e a taxas de juros e de câmbio responde a alterações no nível de controles sobre a conta capital – aqui representada pela *proxy* ICC. As respostas a um impulso no ICC estão representadas no Gráfico 6.<sup>167</sup>

Com relação ao ICC, um choque positivo tende a gerar outros choques positivos, nessa mesma variável, no período seguinte, num efeito inercial (declinante) nos seis meses seguintes. Mas o resultado mais significativo se refere ao comportamento da taxa de juros em resposta ao choque no ICC. Como esperado, a liberalização da conta capital *e*/ou o nível da taxa de juros praticada no país, de modo que uma medida liberalizante gera efeitos que perduram mais fortemente nos seis meses seguintes à medida. Esse comportamento vai ao encontro da hipótese de que a abertura leva à necessidade da prática de taxas de juros mais altas para atrair e manter capitais no país.

GRÁFICO 6

**Funções impulso-resposta (DLNICC, DLNPIB, DTXNOMSA e DLNCANOMSA)**

Quanto ao produto, os resultados indicam que a maior abertura financeira gera um efeito final predominantemente negativo. Ou seja, o resultado favorece a hipótese de que uma ampliação do grau de abertura da conta capital pode vir a gerar *efeitos prejudiciais* à economia, no caso, persistentes por um ano. Esse resultado parece estar associado ao efeito da abertura financeira sobre o nível da taxa de juros, a qual, por sua vez, apreciada, geraria um efeito prejudicial sobre o nível de atividade econômica. Já os resultados da relação do ICC com o câmbio sugerem *efeitos oscilatórios* na taxa de câmbio, sem uma tendência mais acentuada ou predominante em uma ou outra direção.

### 3.2.3.2 Teste de causalidade de Granger

O teste de Granger examina se os valores defasados de uma determinada variável  $y$  precedem outra variável  $x$  qualquer. Preliminarmente, procedeu-se ao exame prévio para verificar se as variáveis sob análise co-integram ou não, duas a duas, conforme indicado por Granger, Huang e Yang (1998). Basicamente, esse procedimento definirá a formulação específica do teste de Granger: se há co-integração entre as variáveis, adiciona-se um termo de correção de erro ao modelo

convencional do teste, utilizado para o caso da inexistência de co-integração. No presente caso, os resultados apontam que não há co-integração das séries, possibilitando a aplicação do teste de Granger convencional (apêndice C). Os resultados estão resumidos na Tabela 5.

TABELA 5  
**Testes de causalidade de Granger**

<i>Null Hypothesis:</i>	<i>Obs</i>	<i>F-Statistic</i>	<i>Probability</i>
DLNICC does not Granger cause DLNCANOMSA	42	0.14412	0.70628
DLNCANOMSA does not Granger cause DLNICC		0.00272	0.95864
DLNPIB does not Granger cause DLNCANOMSA	42	0.52952	0.47115
DLNCANOMSA does not Granger cause DLNPIB		0.15508	0.69587
DTXNOMSA does not Granger cause DLNCANOMSA	42	0.58080	0.45058
DLNCANOMSA does not Granger cause DTXNOMSA		1.01661	0.31954
DLNPIB does not Granger cause DLNICC	42	6.87985	0.01237
DLNICC does not Granger cause DLNPIB		2.39049	0.13015
DTXNOMSA does not Granger cause DLNICC	42	4.82329	0.03409
DLNICC does not Granger cause DTXNOMSA		1.14074	0.29206
DTXNOMSA does not Granger cause DLNPIB	42	7.91425	0.00764
DLNPIB does not Granger cause DTXNOMSA		7.49652	0.00927

Fonte: Software EViews 4.1; Lags: 1; Sample: 1994:3 2005:2.

Basicamente, com um nível de significância de 5%, pode-se afirmar que:

- As variações no câmbio não precedem as variações no ICC, ou seja, não ajudam a explicar o ICC;
- O PIB precede o ICC, isto é, sua influência sobre o nível de abertura da economia é significativa, no mesmo sentido da hipótese de endogenia dos controles como uma resposta ao quadro econômico – se o país vive uma fase de crise financeira, numa conjuntura de falta de liquidez, o nível de controles é relaxado;<sup>168</sup>
- As variações na taxa de juros precedem as variações no ICC. O resultado sugere que, no período sob análise, o aumento da taxa de juros interno no país possibilitou um aumento do grau de abertura da conta capital, no sentido de que o mecanismo de controle do fluxo de capitais passa a ser a taxa de juros e não o uso de controle sobre os capitais, reforçando a hipótese de endogenia dos controles;<sup>169</sup>
- Taxa de juros e PIB têm influência mútua entre si: a taxa de juros causa, no sentido de Granger, o PIB, e vice-versa, o que permite afirmar ser esta a relação mais forte entre as variáveis analisadas.

Já com relação aos efeitos do ICC no sistema – foco deste trabalho –, os testes não permitem conclusões muito robustas: nenhum resultado é estatisticamente significativo, o que corrobora a hipótese de que o ICC tem pouca influência sobre as variáveis do sistema.

### 3.2.3.3 Decomposição de variância

A análise de decomposição de variância informa a proporção dos movimentos de uma variável que é devida aos próprios choques e aos choques das outras variáveis do VAR e relata a importância relativa de cada inovação para as variáveis componentes do sistema. Assim, a decomposição de variância permite ter uma idéia da importância de certos choques para a previsão das variações nas variáveis de interesse. Os resultados encontrados estão listados na Tabela 6.<sup>170</sup>

TABELA 6  
Análise de decomposição de variância

Variance decomposition of $D(LNICC)$ :					
Period	S.E.	$D(LNICC)$	$D(LNPIB)$	$D(TXNOMSA)$	$D(LNCANOMSA)$
1	0.050461	96.98958	1.233223	1.777200	0.000000
5	0.056598	84.76329	7.383333	7.591245	0.262134
10	0.056599	84.75966	7.386513	7.591239	0.262587
16	0.056599	84.75966	7.386513	7.591240	0.262587
Variance decomposition of $D(LNPIB)$ :					
Period	S.E.	$D(LNICC)$	$D(LNPIB)$	$D(TXNOMSA)$	$D(LNCANOMSA)$
1	0.011130	0.000000	93.39201	6.607993	0.000000
5	0.012032	0.545718	83.08859	16.05588	0.309815
10	0.012032	0.545694	83.08772	16.05568	0.310915
16	0.012032	0.545694	83.08772	16.05568	0.310915
Variance decomposition of $D(TXNOMSA)$ :					
Period	S.E.	$D(LNICC)$	$D(LNPIB)$	$D(TXNOMSA)$	$D(LNCANOMSA)$
1	0.957286	0.000000	0.000000	100.0000	0.000000
5	1.090699	0.795606	13.81952	83.01326	2.371608
10	1.090743	0.795644	13.81985	83.01215	2.372364
16	1.090743	0.795644	13.81985	83.01215	2.372364
Variance decomposition of $D(LNCANOMSA)$ :					
Period	S.E.	$D(LNICC)$	$D(LNPIB)$	$D(TXNOMSA)$	$D(LNCANOMSA)$
1	0.092303	0.247225	0.025682	0.658533	99.06856
5	0.094111	0.655476	0.548899	2.330901	96.46472
10	0.094113	0.655513	0.550223	2.331895	96.46237
16	0.094113	0.655513	0.550223	2.331896	96.46237
Cholesky ordering: $D(TXNOMSA)$ $D(LNPIB)$ $D(LNICC)$ $D(LNCANOMSA)$					

Basicamente, a análise de decomposição de variância revela que as alterações no PIB (LNPIB) dependem mais das mudanças no próprio comportamento

passado do PIB do que de mudanças em outras variáveis. O ICC ajuda a explicar pouco o comportamento do PIB, alcançando um percentual muito pequeno (nem 1%), ainda que seu poder explicativo seja relativamente mais significativo do que as oscilações do câmbio.

Por outro lado, o comportamento dos juros teve boa influência sobre o resultado do PIB, como era de se esperar, com um significativo poder de explicação de seu comportamento, em torno de 16%.

O ICC também é pouco significativo para explicar o comportamento dos juros. Seus choques contribuem individualmente com um percentual menor do que 1%, o que também é relativamente menos representativo do que as variações do câmbio.<sup>171</sup>

Da mesma forma, o comportamento do ICC quanto ao câmbio também é praticamente independente dos resultados do câmbio. O ICC surge aqui como uma variável bem pouco significativa para explicar o nível da taxa cambial e responde por muito pouca parte de seus erros previstos, não contribuindo individualmente por nem 1% das variações.<sup>172</sup>

Assim, aqueles efeitos de variações no nível de controle de capitais, ou seu inverso, no grau de liberalização da conta capital, sobre as variáveis pesquisadas, indicados pelos gráficos de impulso-resposta, podem ser considerados, *lato sensu*, limitados. De qualquer forma, são mais percebidos sobre o nível do produto e mostram-se pouco relevantes para a determinação do comportamento da taxa de juros e de câmbio.

### 3.2.3.4 À guisa de conclusão

Isso posto, a análise conjunta dos resultados supramencionados permite as seguintes inferências dos efeitos do grau de abertura financeira no país para o período em análise.

Quanto ao PIB, em que pese a resposta negativa decorrente de um impulso no ICC, mas considerando, de outra parte, sua pequena relevância para explicar o comportamento do produto, associada ao fato de não se identificar uma relação significativa entre as variáveis, não se pode sustentar um efeito robusto nessa relação. Esse resultado é condizente com a dificuldade generalizada dos estudos e pesquisas empíricas de identificar um efeito robusto da liberalização da conta capital sobre o crescimento, como se procurou apresentar no Capítulo 1.

Em outras palavras, os exercícios não identificam uma relação robusta entre o nível de abertura financeira e o crescimento e, portanto, as variáveis podem ser tratadas como independentes entre si. Tal resultado é semelhante ao obtido por Rodrik (1998), que concluiu que controles de capitais são essencialmente não-correlacionados com o desempenho econômico.

Cabe salientar que, mais importante do que a literatura mostrar que, frequentemente, não tem sido conclusiva a relação entre os efeitos da liberalização



financeira e o crescimento econômico, o presente exercício aponta para a existência de uma não-correlação entre as variáveis. Esse resultado é muito plausível se avaliarmos que o grau de liberalização da conta capital no período registrou uma ampliação constante e considerável, definida até como completa por Freitas e Prates (2001), enquanto o nível de crescimento econômico manteve-se em patamares restritos, sem espelhar, portanto, esse aumento da conversibilidade.

O resultado também permite descartar uma relação positiva entre liberalização da conta capital e crescimento. Isso indica que uma proposta de plena conversibilidade no país não tem embasamento empírico, de acordo com a própria experiência brasileira com a abertura, que sustente efeitos benéficos de uma decisão política nessa direção. Pode-se até inferir pelo sentido contrário, sob uma análise menos conservadora, dada a relação inversa entre as variáveis.

Com relação aos juros, também não se pode sustentar uma relação significativa entre o grau de abertura financeira e o nível de juros interno praticado no período. Os resultados indicam que um choque liberalizante no ICC eleva o nível da taxa de juros. Entretanto, dado o poder explicativo limitado do ICC sobre o comportamento dos juros e o fato de que suas variações não precedem as variações nos juros significativamente, torna-se difícil sustentar uma relação mais forte entre as variáveis. Conclui-se por tratá-las como independentes. De qualquer forma, descarta-se, desde já, uma relação virtuosa entre liberalização da conta capital e redução do nível de juros interno no país: os exercícios apontam para uma relação positiva, não sustentando uma proposta de plena conversibilidade da conta capital como geradora de benefícios nesse sentido.

Outrossim, essa baixa correlação encontrada entre a abertura da conta capital e a taxa de juros vai ao encontro do observado por Oreiro, Paula e Silva (2004). Eles indicaram que, ao longo da década de 1990, o Brasil procedeu na direção de uma conversibilidade crescente da conta de capitais (mudança no nível do ICC), sem que houvesse uma tendência de redução no nível de taxa de juros doméstica. Nesse sentido, a hipótese de que o grau de conversibilidade da conta capital contribui como fator explicativo para o nível de taxa de juros praticado no país não é sustentada pelos exercícios, dada a independência entre as variáveis.

Já com relação aos efeitos da abertura financeira sobre o câmbio, a análise conjunta dos testes não permite sustentar uma correlação mais forte entre o nível de controles de capitais e taxa cambial. Apesar de não ser robusto, o resultado de efeitos oscilatórios sobre a taxa, decorrentes de um choque liberalizante no ICC, seria condizente com a hipótese de que uma redução no nível de controle sobre os fluxos de capitais causa um desajuste no mercado cambial, também ao contrário do proposto por Arida (2003a), podendo até, no limite, precipitar um ataque especulativo. Nesse caso, o uso de controle de capitais pode atuar para reduzir essa volatilidade e tornar mais estável a taxa de câmbio.

Assim sendo, os efeitos de uma redução no nível de controle sobre os capitais não são robustos. No máximo, são negativos quanto ao PIB, introduzindo um componente de tendência de elevação na taxa de juros e de oscilação na taxa de câmbio.

Uma conclusão paralela que o exercício desvela está em que são as variações nos juros que precedem, de forma robusta, as variações no ICC. Isso levanta a hipótese de que a elevação da taxa de juros no país possibilitou um aumento do grau de abertura da conta capital, pois o mecanismo de controle sobre os fluxos de capitais que passou a ser utilizado pela autoridade monetária foi a taxa de juros e não mais os controles gerenciais.

Tais resultados parecem confirmar a associação entre a prática de taxas de juros mais altas e a maior abertura da conta capital no país. Nesse sentido, a hipótese de Arida (2003a) de redução de taxas de juros praticadas no país, através da implementação de um regime de plena conversibilidade na conta capital, não encontra embasamento com a própria experiência recente.

### 3.2.4 Efeitos da integração financeira da economia brasileira recente: uma análise com vetores auto-regressivos (VAR) utilizando uma medida de facto <sup>173</sup>

Novamente, para seleccionar o melhor modelo VAR, toma-se como indicativo o critério de informação de Schwarz (CIS), nos moldes já expostos na subsecção anterior. O modelo VAR mais apropriado é aquele com uma defasagem (VAR(1)). A Tabela 7 resume os valores estimados.

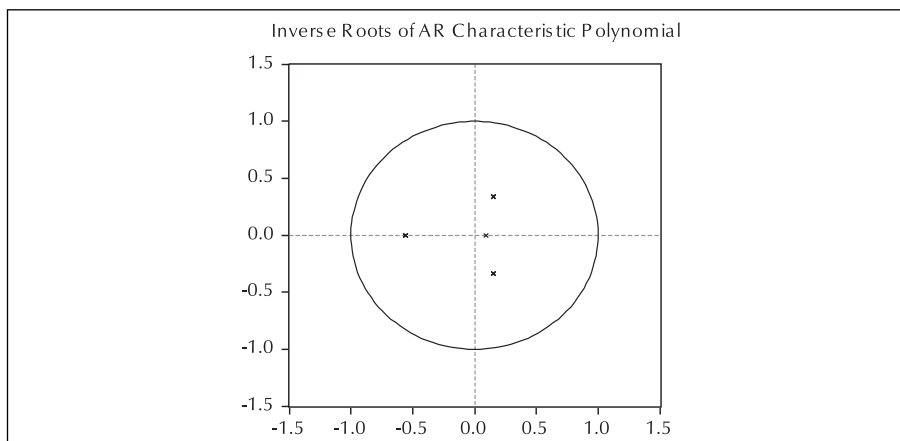
TABELA 7  
**Seleção do modelo para o VAR**

Discriminação	Schwarz criteria
5 Defasagens	7,6959
4 Defasagens	6,5512
3 Defasagens	5,8539
2 Defasagens	4,6549
1 Defasagem	3,5439

Obs.: Variáveis utilizadas na análise IAFSA, LNPIB, LNCANOMSA, TXNOMSA (1994:3–2005:2).

Definido o número de defasagens, parte-se para a avaliação da estabilidade do VAR estimado, determinando a adequação da estrutura de defasagens. O Gráfico 7 mostra os resultados para o VAR estimado, no caso, também estável.

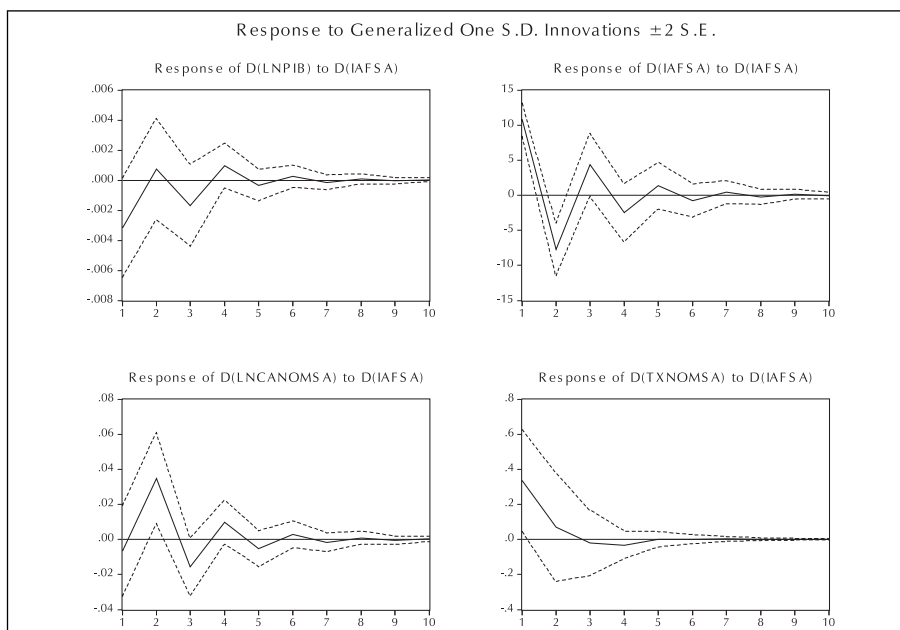
GRÁFICO 7  
**Teste de estabilidade estrutural do modelo VAR estimado**



### 3.2.4.1 Funções impulso-resposta

Na seqüência, procedeu-se à análise da função impulso-resposta, cujos resultados são apresentados no Gráfico 8.

GRÁFICO 8  
**Funções impulso-resposta (DIAFSA, DLNPIB, DTXNOMSA e DLNCANOMSA)**



Com relação ao IAF, um choque positivo nos fluxos tende a gerar efeitos oscilatórios nos períodos seguintes e não se sustenta uma tendência mais acentuada em qualquer direção. Isso sugere o caráter autônomo e volátil dos fluxos financeiros no tempo, os quais teriam se deslocado em função de oportunidades de lucro e ganhos de arbitragem a curto prazo, reforçando a hipótese da instabilidade dos mercados financeiros.

Quanto ao produto, os resultados indicam que uma integração financeira mais ampla está gerando um efeito final predominantemente negativo. Ou seja, o resultado favorece a hipótese de que uma ampliação do grau de integração financeira pode vir a gerar efeitos prejudiciais à economia, no caso, persistentes por mais de um ano.

O resultado mais significativo se refere ao comportamento da taxa de juros em resposta ao choque no IAF. O aumento da integração financeira eleva o nível da taxa de juros praticada no país, perdurando de modo mais forte nos seis meses seguintes. Esse comportamento parece confirmar a hipótese de que a integração de um país em desenvolvimento aos fluxos de capitais internacionais, sem maiores controles de capitais, leva à necessidade da prática de taxas de juros mais altas para sua atração e manutenção no país.

Já os resultados da relação do IAF com o câmbio sugerem efeitos oscilatórios na taxa de câmbio. No entanto, não se constata uma tendência mais acentuada em uma ou outra direção. Assim, ainda que possa ser pequeno esse efeito, a maior integração financeira pode atuar no sentido da desestabilização do mercado cambial, representando um componente adicional de volatilidade.

Da mesma forma que o resultado para o ICC, o resultado aqui é condizente com a hipótese de que um aumento no grau de liberalização da conta capital, ou dos fluxos de capitais subjacentes, causaria um desajuste no mercado cambial, ao contrário do proposto por Arida (2003a).

### **3.2.4.2 Testes de causalidade de Granger<sup>174</sup>**

Finalmente, os testes de causalidade de Granger apresentados na Tabela 8 reforçam os resultados anteriores.

Basicamente, com um nível de significância de 5%, pode-se afirmar que:

- as variações no câmbio precedem as variações no IAF, ou seja, ajudam a explicá-lo, da mesma forma que, ao inverso, o IAF ajuda a explicar o câmbio;
- a relação entre taxa de juros e PIB também é significativa: a taxa de juros causa, no sentido de Granger, o PIB e vice-versa – mesma conclusão obtida com o ICC.

Já com relação aos efeitos do IAF sobre produto e juros, os testes não permitem conclusões mais robustas: nenhum resultado é estatisticamente significativo,

o que corrobora a hipótese de que as variações registradas no nível de fluxos financeiros do país com o exterior, no período, não constituíram um fator relevante para explicar o comportamento dessas variáveis. Vale dizer, há um pequeno efeito do comportamento do IAF sobre essas variáveis.

TABELA 8  
Testes de causalidade de Granger

<i>Null Hypothesis:</i>	<i>Obs</i>	<i>F-Statistic</i>	<i>Probability</i>
DLNCANOMSA does not Granger cause DIAFSA	42	5.98030	0.01908
DIAFSA does not Granger cause DLNCANOMSA		9.87520	0.00319
DLNPIB does not Granger cause DIAFSA	42	0.06334	0.80261
DIAFSA does not Granger cause DLNPIB		0.59739	0.44423
DTXNOMSA does not Granger cause DIAFSA	42	0.09300	0.76202
DIAFSA does not Granger cause DTXNOMSA		0.06454	0.80080
DLNPIB does not Granger cause DLNCANOMSA	42	0.52952	0.47115
DLNCANOMSA does not Granger cause DLNPIB		0.15508	0.69587
DTXNOMSA does not Granger cause DLNCANOMSA	42	0.58080	0.45058
DLNCANOMSA does not Granger cause DTXNOMSA		1.01661	0.31954
DTXNOMSA does not Granger Cause DLNPIB	42	7.91425	0.00764
DLNPIB does not Granger cause DTXNOMSA		7.49652	0.00927

*Obs.: Lags: 1; Sample: 1994:3 2005:2.*

Quanto ao produto, seu comportamento no período acabou sendo mais fortemente influenciado pelo comportamento da própria taxa de juros, como foi, também, identificado fortemente nos testes de Granger.

### 3.2.4.3 Decomposição de variância

A análise da decomposição da variância está exposta na Tabela 9.

O procedimento de decomposição de variância desvela que as alterações no PIB (LNPIB) dependem mais das mudanças no próprio comportamento passado do PIB do que de mudanças em outras variáveis, mesmo resultado obtido na análise com o ICC. No entanto, o IAF ajuda a explicar um pouco mais o comportamento do PIB, alcançando um percentual quase num patamar de 10%, o que também é relativamente mais significativo do que as oscilações do câmbio. Novamente, o comportamento dos juros tem boa influência sobre o resultado do PIB e explica em torno de 15% de seu comportamento, mesma faixa do resultado anterior.

O IAF também é relevante na explicação do comportamento dos juros. Seus choques contribuem individualmente com um percentual de quase 10%, bastante

próximo do poder explicativo do PIB (12%), e também relativamente bem mais representativo do que o câmbio.<sup>175</sup> O resultado está de acordo com a hipótese de que, em uma economia aberta, praticamente sem controles de capitais, o nível da taxa de juros interna do país é influenciado pelo volume e a volatilidade dos fluxos de capitais.

TABELA 9  
Análise de decomposição de variância

Variance decomposition of $D(LNPIB)$ :					
Period	S.E.	$D(LNPIB)$	$D(IAFSA)$	$D(LNCANOMSA)$	$D(TXNOMSA)$
1	0.010962	85.70724	8.339460	2.368222	3.585075
5	0.012278	71.37388	9.573711	2.563900	16.48851
10	0.012283	71.32506	9.627624	2.572316	16.47500
16	0.012283	71.32490	9.627779	2.572355	16.47496
Variance decomposition of $D(IAFSA)$ :					
Period	S.E.	$D(LNPIB)$	$D(IAFSA)$	$D(LNCANOMSA)$	$D(TXNOMSA)$
1	10.80379	0.000000	100.0000	0.000000	0.000000
5	15.29315	0.888212	87.05897	11.39629	0.656529
10	15.32883	0.896716	87.01836	11.43030	0.654622
16	15.32894	0.896736	87.01824	11.43041	0.654617
Variance decomposition of $D(LNCANOMSA)$ :					
Period	S.E.	$D(LNPIB)$	$D(IAFSA)$	$D(LNCANOMSA)$	$D(TXNOMSA)$
1	0.083592	0.000000	0.622289	99.37771	0.000000
5	0.097172	0.198228	17.27927	82.42839	0.094116
10	0.097255	0.201974	17.38308	82.32023	0.094712
16	0.097255	0.201985	17.38341	82.31989	0.094713
Variance decomposition of $D(TXNOMSA)$ :					
Period	S.E.	$D(LNPIB)$	$D(IAFSA)$	$D(LNCANOMSA)$	$D(TXNOMSA)$
1	0.969490	0.000000	12.02854	0.555042	87.41641
5	1.098137	12.32383	9.905764	2.577744	75.19266
10	1.098165	12.32492	9.905803	2.578525	75.19075
16	1.098165	12.32492	9.905804	2.578525	75.19075
Cholesky ordering: $D(IAFSA)$ $D(LNCANOMSA)$ $D(TXNOMSA)$ $D(LNPIB)$					

Quanto ao câmbio, o comportamento dos fluxos (IAF) é bastante relevante para explicar suas variações, como era de se esperar num regime de taxa de câmbio flutuante. O IAF surge aqui como uma variável bem significativa para explicar o nível da taxa cambial e responde individualmente por mais de 17% das variações de seus erros previstos.<sup>176</sup> Assim, os efeitos de variações no nível de integração financeira do país com o exterior são percebidos sobre o nível da taxa de câmbio, sobre o nível da taxa de juros e sobre o produto.

### 3.2.4.4 À guisa de conclusão

Buscou-se, aqui, uma análise dos efeitos das variações no nível de integração financeira do país com o exterior sobre o nível da taxa de câmbio, sobre o nível da taxa de juros e sobre o produto.

Quanto ao produto, os resultados, em conjunto, sugerem que não se criou, no período, uma relação positiva entre o aumento no nível de integração financeira do país com o exterior e o crescimento econômico. Assim, a tese de que a maior integração financeira com o exterior geraria amplos benefícios econômicos para um país em desenvolvimento não encontra suporte na experiência recente do Brasil na economia globalizada.

Ao contrário, os testes apontam uma pequena tendência na direção contrária. Ainda que não produza efeitos tão significativos sobre o PIB, um choque positivo no grau de integração financeira tende a gerar efeitos prejudiciais sobre o crescimento da economia. Na verdade, dado que as séries acabam tendo correlação praticamente nula, não se permitem maiores conclusões a respeito, apenas se descartando uma relação positiva.

Assim, o resultado corrobora a hipótese de que o nível de integração financeira da economia brasileira no período não foi, na melhor das hipóteses, um fator determinante para o resultado final do PIB – caso fosse relevante, ele atuaria em prejuízo do crescimento.

Essa hipótese de que a maior integração financeira não gera efeitos conclusivos sobre as economias periféricas está de acordo com as evidências expostas no Capítulo 1. A observação de Prasad *et al* (2003, p. 6) é clara: “[...] é difícil estabelecer uma relação causal robusta entre integração financeira e desempenho do crescimento do produto”.

O resultado pode também ser explicado com a ajuda de Eichengreen e Leblang (2002). Segundo os autores, em períodos com o registro de sucessivas crises financeiras, inclusive de escala global, como o estudado, o maior grau de integração financeira poderia acabar impactando negativamente o crescimento dos países de forma mais acentuada do que os efeitos positivos decorrentes de uma suposta melhor alocação de recursos e eficiência econômica que a integração aos fluxos globais pudesse proporcionar.

Portanto, dados esses efeitos em direções opostas decorrentes, o efeito líquido de um aumento da integração financeira acabaria sendo específico a cada contexto. No presente caso, o efeito líquido seria negativo, ainda que limitado, mas que já não suporta *per se* uma proposta de adoção de um regime de plena conversibilidade da conta capital.

Com relação ao nível de juros, os testes também não permitem conclusões mais robustas, já que não é significativa a relação entre IAF e juros. De qualquer forma, pode-se afirmar que, se existem efeitos da maior integração financeira sobre juros, estes se dão através da elevação no nível das taxas praticadas no país, o

que confirmaria a hipótese de que a integração de um país em desenvolvimento aos fluxos de capitais internacionais leva à necessidade da prática de taxas de juros mais altas para atraí-los e mantê-los no país.

Já os resultados da relação do IAF com o câmbio sugerem efeitos oscilatórios sobre a taxa de câmbio, sendo robusta a relação de precedência entre IAF e taxa de câmbio, como era de se esperar num regime flutuante. Assim, a maior integração financeira pode atuar no sentido da desestabilização do mercado cambial, com efeitos deletérios sobre a economia real.

Também a própria volatilidade cambial acaba afetando o volume de fluxos financeiros, como indicado pelo teste de Granger. Isso confirma a hipótese de que um aumento da integração financeira causaria um desajuste no mercado cambial, até como decorrência da volatilidade e das características intrínsecas dos capitais.

Há também uma leve tendência de desvalorização da moeda nacional associada ao aumento de fluxos financeiros no período. Isso parece estar captando a implementação das medidas mais liberalizantes sobre os *outflows*, sobretudo capitais de residentes, junto com a facilitação das remessas via CC5, extremamente utilizadas em períodos de crises e, como regra, registrando saldos negativos (saídas de capitais).

Apesar da grande flutuação da moeda nacional em 2002, com enormes saídas de capitais do país, esse quadro acabou gerando, num momento seguinte, a retomada das exportações de forma mais consistente, com uma taxa mais desvalorizada.

Entretanto, da mesma forma que a maior integração financeira permitiu uma “marcha mais forçada” do setor exportador em 2003, atingindo novas médias históricas, em 2005 a valorização da moeda nacional e, sobretudo, a mudança de expectativas em direção a uma taxa não-competitiva representam uma limitação desse esforço exportador, diante de uma conjuntura internacional de liquidez de capitais e de excesso de *inflows* sobrevalorizando a moeda nacional, o que não permite a continuidade, de forma sustentada, do modelo de *export-led growth*.

Assim, o quadro sugere que os efeitos da volatilidade cambial acabam sendo muito mais relevantes e predominam sobre quaisquer efeitos positivos que um pequeno viés de desvalorização da moeda nacional pudesse gerar para o setor produtivo em um país em desenvolvimento. Como lembram Ferrari Filho *et al* (2005), a volatilidade da taxa de câmbio tem um impacto significativo sobre o investimento e, por conseguinte, sobre o crescimento, dependendo da exposição externa de um país aos fluxos de capitais. Sobretudo, a instabilidade tem efeitos persistentes sobre o crescimento econômico, uma vez que tende a desacelerar o crescimento por vários anos consecutivos.

Por fim, uma conclusão paralela, reforçada nos dois modelos VAR estimados, é de que taxa de juros e PIB também têm influência signifiante entre si. Isso desvela a forte relação entre o nível de atividade econômica e a taxa de juros interna do país.



## Considerações finais

---

Buscou-se aqui avaliar o processo de liberalização da conta capital em implementação no Brasil a partir da década de 1990, através da pesquisa nos trabalhos já registrados na literatura internacional (Capítulo 1), associada a uma abordagem empírica própria (Capítulo 3). Utilizaram-se dois índices independentes para avaliar o comportamento do setor externo da economia (ICC e IAF) e realizar maiores inferências econométricas sobre tal processo. Esses procedimentos somaram-se às iniciativas anteriores que buscavam compreender os vínculos entre a abertura financeira e o desempenho macroeconômico no caso brasileiro.

Nesse sentido, identificou-se a ampliação do grau de conversibilidade da conta capital do país no período recente (Capítulo 2) sem, entretanto, constituir uma evidência de geração de benefícios para o crescimento econômico e a redução de volatilidade macroeconômica, nos termos apontados nos exercícios econométricos – o IAF chegou, inclusive, a indicar uma relação robusta do aumento dos fluxos financeiros com a maior oscilação da taxa de câmbio.

Os resultados apresentados vão ao encontro da tendência predominante na literatura, em que não se consegue estabelecer uma relação causal positiva e robusta entre a liberalização financeira e o crescimento econômico. Vale dizer que a globalização financeira tem pouca vinculação com o crescimento. Acrescente-se que, como lembram Ferrari Filho *et al* (2005), a liberalização financeira tem sido freqüentemente associada à maior instabilidade, pelo fato de os fluxos de capitais serem fortemente pró-cíclicos. Essa característica exacerba as flutuações econômicas, quando não as causa, ao mesmo tempo em que expõe os países às vicissitudes associadas a mudanças nas circunstâncias econômicas externas a cada economia.

No mesmo sentido, a experiência brasileira na liberalização financeira, capturada pela evolução do ICC e do IAF, parece estar vinculada a um aumento na taxa de juros, e não à sua redução. Esses resultados vão ao encontro da hipótese de que a integração de um país em desenvolvimento aos fluxos de capitais internacionais leva à necessidade de práticas de juros mais altas para sua atração e manutenção no país.

Naturalmente, entende-se que a ausência de sólidas evidências empíricas não significa necessariamente que a globalização financeira não proporcione benefícios ou que represente apenas riscos aos países, até pelo fato de que a maioria dos países que iniciaram a abertura financeira continua trilhando esse percurso, apesar de ajustes temporários, como bem frisaram Prasad *et al* (2003). A controvérsia está não na abertura, mas no grau ótimo de exposição dos países periféricos aos fluxos de capitais internacionais. Essa observação é consistente com a noção de que a abertura financeira pode trazer avanços econômicos, na medida em que for gerenciada e conduzida pelos países em desenvolvimento até o ponto em que for benéfica, contando com um gerenciamento prudencial da conta capital por parte do BC.

Nesse contexto, é relevante frisar que, entre as melhores experiências de expansão econômica dos países periféricos, atualmente China e Índia, assim como o Chile em boa parte dos anos 1990, são os que maximizam a absorção de benefícios externos, traduzidos em novos aportes de capital e tecnologia, em combinação com a adoção de estratégias de gestão mais cautelosa do câmbio e dos fluxos financeiros.

Tal fato reforça a conclusão de que o Brasil deveria adotar uma abordagem cautelosa e pragmática na gestão dos fluxos de capitais e manter sua sistemática “lenta e gradual” no processo de liberalização financeira. Em particular, o país deveria afastar propostas de completa liberalização na conta capital do balanço de pagamentos que reduzam ou eliminem os instrumentos necessários para o gerenciamento das contas externas do país, o que aumentaria a incerteza jurisdicional.

Vale dizer que se torna relevante a busca de estratégias macroeconômicas e regulatórias pelos países periféricos que permitam compatibilizar o desejo dessas economias de participar da globalização (preservando margens de manobra para a gestão econômica doméstica) e a realidade da volatilidade dos mercados financeiros globalizados e desregulamentados. Portanto, parece também salutar o BC contar com dispositivos necessários para o gerenciamento de crises no *front* externo, mecanismos que constituem sua função de reação nos moldes da hipótese da endogenia dos controles.

Cabe considerar, desse modo, os efeitos positivos de uma atuação defensiva da autoridade monetária na política cambial com a manutenção da estabilidade do ambiente macroeconômico, em busca de uma redução da vulnerabilidade do país a processos especulativos no mercado cambial e das incertezas decorrentes para a economia doméstica. Considerando que surtos especulativos no mercado cambial sejam controláveis, dada sua natureza de dissociação com a economia real, caberia ao BC aplainar a trajetória de volatilidade da taxa de câmbio ao longo do tempo, poupando a sociedade de um efeito deletério sobre o produto e a renda. Assim, a redução da volatilidade da moeda tornaria mais previsível o investimento não só em atividades de importação e exportação, mas na economia como um todo, dado o elevado grau de relevância que a moeda estrangeira adquire na formação de preços em uma economia aberta.

Entretanto, prescindir de controles de capitais, instrumentos de gestão que podem vir a ser úteis em períodos de crise, quando justamente não se dispõe de outros mecanismos tão eficientes e imediatos de aplicar,<sup>177</sup> pode acabar gerando efeitos deletérios. Ou seja, o país abriria mão de mecanismos acautelatórios que poderiam ser utilizados no gerenciamento macroeconômico diante de turbulências macroeconômicas, reiteradamente registradas no país.

Sobretudo, é preciso que se apontem mais enfaticamente – até com base em experiências pares bem-sucedidas em alguns países em desenvolvimento com uma taxa de expansão econômica mais adequada às necessidades de elevação de padrão de vida das populações periféricas a níveis mais próximos dos de países centrais – os benefícios esperados da liberalização financeira, nos termos hoje praticados no Brasil, e de seus possíveis aprofundamentos, como a melhor via para compatibilizar os objetivos de estabilidade e crescimento, considerando-se o estágio atual de desenvolvimento econômico e institucional do país.

Independentemente dos benefícios ou custos associados a novas medidas liberalizantes, o que parece mais relevante a ser considerado está na real possibilidade de redução de graus de liberdade do BC com o afastamento de mecanismos de atuação frente a crises e processos especulativos no mercado cambial. Além disso, a abertura sistemática acaba não ajudando no desenvolvimento do mercado de capitais em países em desenvolvimento, levando à concentração dos negócios das empresas locais nos países centrais, sobretudo no mercado dos EUA. O caso do Brasil na década de 1990 é ilustrativo desse movimento, dada a migração dos negócios das grandes empresas da bolsa de valores brasileira diretamente para o mercado internacional.

Nesse contexto, como salientam Eichengreen *et al* (1999), políticas públicas específicas podem influenciar o volume de certos tipos ou maturidades de transações financeiras, num ambiente de ampla integração financeira com o exterior. Por exemplo, governos podem querer reduzir o excesso de *herd behavior*, introduzindo controles indiretos (*market-based*), como impostos, ou requerimentos de capitais diferenciados ou de depósitos não-remunerados, para desencorajar uma particular categoria de transação da conta capital, como uma excessiva dependência em dívida em moeda estrangeira de curto prazo. O uso de tais instrumentos, que modificam o comportamento dos fluxos pela alteração dos preços relativos, tornando algumas operações mais custosas, não seria incompatível com a finalidade de liberalização da conta capital.<sup>178</sup>

Assim sendo, num contexto de globalização financeira e capitais voláteis, a argumentação de cautela de Franco e Pinho Neto parece prudente:

O pesado (sic) arcabouço de regulamentação cambial que ainda temos deve ser observado com o mesmo respeito que se dedica às leis velhas, que sobreviveram a muitas circunstâncias diferentes e foram decantadas com o passar do tempo. Fórmulas desregulamentadoras radicais devem ser olhadas com desconfiança, mesmo tendo em mente que foram radicais as transformações pelas quais passaram as relações do Brasil com o mundo globalizado

em que vivemos, basicamente porque são poucas as certezas sobre a ‘nova ordem regulatória’ a prevalecer uma vez removido o “ancien régime” [Franco e Pinho Neto (2004, p. 36)].

Isso posto, à guisa de conclusão, reforçamos a linha de argumentação que sugere a necessidade de o Brasil adotar uma abordagem de política econômica cautelosa e pragmática no trato dos temas da integração financeira do país com os mercados internacionais, além de indicar a necessidade de continuidade de pesquisas sobre o tema, dado o largo espaço de pesquisa a ser preenchido, com destaque para a construção de novos indicadores de conversibilidade da conta capital, ampliação do escopo da análise das variáveis macroeconômicas e avaliação específica das novas regras de regulação do mercado cambial.

- 1 Neste trabalho, o termo *controle* engloba toda e qualquer ação administrativa no sentido do gerenciamento das contas externas do país, consubstanciadas especialmente na conta capital e financeira do balanço de pagamentos.
- 2 Tecnicamente, a literatura não faz uma distinção precisa entre os termos *conta capital* e *conta capital e financeira*, de caráter muito mais contábil do que econômico, e utiliza-os indistintamente. Da mesma forma, adota-se aqui o termo conta capital de maneira ampla e elástica para se referir às rubricas contábeis da conta capital e conta financeira do balanço de pagamentos do Brasil.
- 3 Na literatura, utilizam-se, indiscriminadamente, os termos *abertura*, *desregulamentação* e *liberalização* da conta capital, para se referir ao processo de facilitação e eliminação de restrições aos fluxos internacionais [Kose e Prasad (2004)]. Ou seja, a liberalização ou a *convertibilidade* da conta capital, permissão para os capitais se movimentarem livremente entre os países sem controles ou restrições, implicando a eliminação de controles e instrumentos que afetem as transações da conta capital entre residentes e não-residentes de um país.
- 4 O termo refere-se à quantidade de restrições existentes em relação às transações de capitais de residentes e não-residentes, refletindo o maior ou o menor grau de facilidade para efetuar transações com o exterior, dentro da busca desse equilíbrio das transações externas. No limite, a convertibilidade *plena*, proposta no país por Arida (2003a), significa “que seja suprimido o poder normativo da autoridade monetária de adotar controles de capitais” [Oreiro, Paula e Silva (2004)], constituindo uma situação de plena desregulamentação da conta capital, sem a possibilidade de que o BC, eventualmente, empregue algum mecanismo de controle externo.
- 5 Segundo Fachin (2001, p. 38), o método histórico oferece a possibilidade de análise da organização das instituições – no caso, o próprio arcabouço normativo cambial considerado como uma instituição, parte integrante do modelo de gestão econômica do país. Isso permite que se aprenda a “dinâmica histórica de sua evolução, transformação e desaparecimento. Constitui um encadeamento de processos sociais que permite investigações dos fenômenos (fatos e eventos), dentro de uma perspectiva que possibilitará o *conhecimento de causas e efeitos*” (grifo adicionado).
- 6 Em março de 2005, deu-se a mais recente grande alteração na legislação, com a introdução do Regime do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) em substituição à Consolidação das Normas Cambiais (CNC) pelo BC.
- 7 Enquanto os países industrializados liberalizaram amplamente suas contas de capitais e embora tenha ocorrido algum movimento em direção a uma liberalização mais genérica nos países

em desenvolvimento, a maioria destes permanece utilizando controles sobre fluxos de capitais. Mesma visão tem o IMF (2003), de adoção de um regime sem restrições em conta capital nos países industrializados, enquanto, dos países emergentes, 60% ainda utilizariam alguma forma de restrição sobre as transações financeiras internacionais. Portanto, a discussão sobre liberalização da conta capital refere-se à esfera dos países em desenvolvimento.

- 8 Muitos bloqueios à circulação de capitais permanecem atuantes, vários dos quais sob a forma de restrições regulatórias, mais do que barreiras explícitas.
- 9 Harry Dexter White, pelos EUA, e John Maynard Keynes, pela Inglaterra, foram os principais defensores da necessidade de estabelecer controles de capitais, de forma cooperativa, entre os países.
- 10 No meio dos anos 1990, essa proposta de Tobin voltou à cena, mas com um crescente consenso de que, para ser efetivo, o imposto deveria ser implementado por todos os países em conjunto, o que o teria tornado técnica e politicamente inviável.
- 11 Vide Miranda (1999), Schneider (2000) ou, ainda, Ariyoshi *et al* (2000).
- 12 A maioria dos estudos apresenta recomendações de estratégias e princípios para a liberalização da conta capital, sobretudo com a idéia de um seqüenciamento correto do processo, associado a condições institucionais e macroeconômicas mínimas. A respeito, vide Tamirisa (2001), Franco e Pinho Neto (2004), Eichengreen *et al* (1999) e Schneider (2000).
- 13 Numa visão generalizada, os *booms* estiveram associados ao que ficou conhecido na literatura como fatores *push*, como as condições de ciclo econômico favorável, de uma conjuntura econômica internacional de taxas de juros baixas nos países desenvolvidos e de ampla liquidez internacional. No Brasil, assim como na Argentina, na primeira metade da década de 1990, os chamados fatores *pull* também foram relevantes, sobretudo pelas oportunidades de investimento propiciadas pelos amplos processos de privatização implementados naquele período. Mas, em última instância, o afluxo financeiro para a América Latina esteve muito mais associado à nova dinâmica financeira internacional e à conjuntura econômica nos países centrais, fatores exógenos aos países periféricos [Prates (1999)].
- 14 Stiglitz considera que a posição do FMI para incluir a liberalização da conta capital em seu mandato era mantida tanto por uma questão de ideologia como de interesse particular, sem base em uma análise cuidadosa da teoria, da experiência histórica ou da série de estudos econométricos existentes até então. Em sua opinião, “[...] tornou-se crescentemente claro que não há apenas nenhum argumento para liberalização da conta capital, como há razões bastante convincentes contra uma total liberalização” [Stiglitz (2000, p. 1.076).
- 15 A posição do Brasil foi fortemente contrária à conversibilidade da conta capital e conquistou muitas adesões [Franco (1999a)].
- 16 Mesma constatação de Klein e Olivei (1999), situação que levou, também, a uma prescrição muito comum de limitar a conversibilidade da conta capital.
- 17 Apesar de existir uma ampla literatura nesse campo, é marcante a falta de consenso entre os estudos, metodologias e fonte de dados. Nesse sentido, Eichengreen (2002, p. 341), em sua *survey*, constata que: “Liberalização da conta capital [...] permanece uma das políticas mais controversas e menos compreendidas de nossos dias [...] análises empíricas falharam em gerar resultados conclusivos”. Já Prasad *et al* (2003, p. 5), também em uma *survey* sobre evidência empírica a respeito de globalização, concluem: “[...] se integração financeira tem um efeito positivo sobre o crescimento, não há ainda prova empírica clara e robusta que o efeito é quantitativamente significativo”.
- 18 Williamson e Drabek (1999) questionam os ganhos e riscos de uma conversibilidade total da conta capital. Até mesmo no âmbito do FMI se começou a apoiar ou a tolerar certos tipos de

controles de capitais, especialmente via taxação sobre influxos de capitais. Fischer (2002, p. 12) já demonstrava que “[...] o FMI tem cautelosamente apoiado o uso de controles de influxos de capitais *market-based*, do estilo chileno”. Para Animat, “(...) em algumas circunstâncias, esses controles sobre influxos de capitais podem ter um papel em reduzir a vulnerabilidade criada por fluxos de curto prazo...” [Animat *apud* Forbes (2004, p. 3)]. Segundo Kenneth Rogoff, “nos dias de hoje, todos concordam que uma abordagem mais eclética é necessária para a liberalização da conta de capitais. [...] Como os países emergentes poderiam beber das águas dos mercados internacionais de capitais sem nelas se afogar?” [Rogoff *apud* Franco e Pinho Neto (2004, p. 9)].

- 19 Ressalta-se a diferenciação entre *liberalização* e *integração financeira*, que indica a distância entre a abertura da conta capital por parte das autoridades de um país e sua efetiva relação com os fluxos de capitais *de facto*. Nesse sentido, a liberalização da conta capital não pressupõe uma integração financeira com os mercados mundiais, ou vice-versa. Os episódios de fuga de capitais dos países latino-americanos nos anos 1970 e 1980 são exemplos de tal integração financeira involuntária *de facto* de economias então fechadas *de jure* a fluxos financeiros [Prasad *et al* (2003)]. Ou seja, houve uma integração efetiva sem a liberalização legal da conta capital. Em contraste, muitos países periféricos, com poucas restrições na conta capital (caracterizando uma ampla abertura financeira), experimentaram apenas influxos mínimos de capitais – um caso de liberalização sem integração com os mercados financeiros internacionais [Kose e Prasad (2004)]. Para o caso brasileiro, parece consenso entre os economistas identificar um amplo grau de abertura, além da integração aos fluxos de capitais mundiais [Minella e Goldfajn (2005)].
- 20 Nesse sentido, “é o setor financeiro global que representa a *força predominante* do processo de globalização” [Kregel (1996, p. 32, grifo nosso)]. Como sintetiza Tobin (2000), o processo de globalização financeira avançou muito rapidamente com a revolução das comunicações, facilitando, barateando e acelerando as transações, associada à liberalização das regulações nacionais. Nesse contexto, “(...) market participants can move funds from one country to another in nanoseconds with a few clicks on the computer keyboard or a quick telephone call to some international market at any time of day or night” [Davidson (1997, p. 671)].
- 21 Essa liberalização dos fluxos de capitais e da maior escala das transações financeiras internacionais teria contribuído para o aumento da volatilidade e a mudança de direção dos fluxos, criando a figura de comportamentos miméticos dos investidores internacionais [Unctad (2004)].
- 22 Mais ainda, ele nem precisaria de enormes quantias para alterar substancialmente a taxa, pois poderia, por exemplo, iniciar uma corrida contra uma moeda, com a combinação de venda e rumores, desencadeando o *bandwagon*, e depreciando-a.
- 23 Como observam Eichengreen, Tobin e Wyplosz (1995, p. 164, grifo adicionado), “volatility in exchange rates and interest rates induced by speculation and capital flows could have *real economic consequences* devastating for particular sectors and whole economies”. Dessa forma, em nível macroeconômico, manter uma taxa de câmbio estável em um nível apropriado seria crucial para o desempenho do setor exportador e para mudanças estruturais em direção à alta produtividade dos países periféricos [Unctad (2004)], sobretudo para países com estratégias de crescimento “para fora”, que adotam o modelo *export-led growth* – o caso recente do Brasil.
- 24 Aglietta *apud* Mollo e Silva (1999) interpreta criticamente o regime de taxas de câmbio flexíveis com mobilidade de capital como uma “mistura explosiva”, tendo em vista que as relações monetárias internacionais propagam os choques com elevada velocidade e estes choques podem ser ampliados pelas próprias expectativas dos agentes.
- 25 Ainda que essa estratégia não possa ser facilmente implementada com uma conta capital aberta, isso seria não apenas um meio de preservar ou melhorar a competitividade macro, como também de proporcionar um seguro contra o risco de futuras crises financeiras.

- 26 Essa visão da abertura, como um fator de aumento de instabilidade, é compartilhada, entre outros, por Kregel (1996), Cooper (1999), Stiglitz (2000), Freitas e Prates (2001) e Biancareli (2004).
- 27 Mais especificamente, a mobilidade de capitais permitiria a tomada de recursos externos por parte das famílias, empresas e países. Isso permitiria a manutenção de níveis de consumo quando a renda fosse baixa, sustentando compras e investimentos das firmas, bem como amenizando os ciclos econômicos [Eichengreen *et al* (1999)].
- 28 Como Taussig salienta com respeito a esse padrão de excessivos influxos e reversões abruptas, “the loans from the creditor country begin with a modest amount, then increase and proceed *crescendo*. They are likely to be made in exceptionally large amounts toward the culminating stage of a period of activity and speculative upswing, and during that stage become larger from month to month so long as the upswing continues. With the advent of crisis they are at once cut down sharply, even cease entirely” [Taussig *apud* Dornbusch (1998, p. 4)].
- 29 O contágio *per se* representa um tipo de risco adicional para as economias nacionais, dado que mudanças nos fluxos internacionais de capitais não são necessariamente relacionadas com mudanças nos fundamentos das economias e podem refletir apenas uma simples mudança de posição dos investidores quanto a risco. Ou seja, a abertura financeira expõe as economias em desenvolvimento a riscos associados com o comportamento desestabilizador dos investidores. Assim, o potencial de contágio se associa ao aumento das ligações financeiras e de investidores à procura de retornos mais altos e maiores oportunidades de diversificação, aumentando sua participação em ativos internacionais. Tais ligações financeiras constituiriam justamente um canal para a transmissão de choques entre as economias, que aumentariam tanto a velocidade quanto a magnitude da abrangência internacional dos choques, consideravelmente ampliados.
- 30 Cunha e Prates (1999) ressaltam que essa crescente instabilidade teria caracterizado a economia internacional nas últimas décadas, mesma opinião de Alves, Ferrari Filho e Paula (2000) e Carneiro (1999). Especificamente, os esforços de liberalização e de maior integração econômica, sobretudo na sua dimensão financeira, teriam sido acompanhados por crises mais frequentes e de escopo cada vez maior, ultrapassando os países e regiões inicialmente afetados, tanto centrais quanto periféricos. Uma conclusão importante é que o número de crises cambiais nos mercados emergentes foi duas vezes maior do que nos países industrializados, com custos de reestruturação financeira e perda de produto significativos, muito mais elevados.
- 31 No caso dos países latino-americanos, crises cambiais sempre foram recorrentes ao longo da história e não apenas delimitadas a esse período analisado, uma vez que o histórico de vulnerabilidade externa dos países da região – que se refere à vulnerabilidade das economias nacionais às mudanças na dinâmica econômica e financeira internacional – caracteriza-se como um elemento estrutural. Rogoff (2004) também salienta o número de *defaults* das dívidas externas nos mercados emergentes, no período abrangente de 1824-2004, contabilizando aí sete episódios para o Brasil, os quais teriam se estendido por 25% desse período.
- 32 Detragiache e Spilimbergo (2001), por exemplo, encontram forte evidência de que crises de dívidas são mais prováveis em países onde a dívida externa tem pequena maturidade, até por sua associação com fundamentos macroeconômicos mais fracos que não permitem a captação de recursos de mais longo prazo. A existência de grandes quantias de dívidas de curto prazo denominadas em moeda externa torna, então, os países vulneráveis a choques externos ou a mudanças de opinião dos investidores.
- 33 Aspecto também ressaltado por Cunha (2003, p. 8), segundo o qual, nas últimas três décadas, “há uma nítida predominância de crises localizadas nas economias em desenvolvimento”.
- 34 Comportamentos de manada podem levar a fortes reações de investidores, movimentos de mercado imprevisíveis e até crises financeiras. Na presença de informação assimétrica ou incompleta, investidores tomarão decisões que podem ampliar a oscilação dos preços e precipitar crises repentinas. Assim, diante de mudanças bruscas de portfólio em grande escala, há uma rápida venda de ativos de um país, gerando efeitos adversos na economia real.



- 35 A abertura financeira pode tornar mais fácil aos governos tomar emprestado, agravando problemas de sobreendividamento. Foi o que ocorreu na Rússia nos anos 1990 e nos EUA, que entraram nos anos 2000 sustentando enormes déficits com recursos externos, os quais, sem o recurso às poupanças externas, não teriam como se sustentar. Essa hipótese poderia constituir uma fonte de forte indisciplina fiscal. A liberalização da conta capital não disciplinaria os déficits orçamentários, mas poderia, ao contrário, sustentá-los por períodos excessivamente mais prolongados [Tarullo (1999) do que a capacidade de financiamento doméstico dos países permite.
- 36 Como ressaltam Franco e Pinho Neto (2004, p. 9), após a crise da Ásia passou-se até a questionar as vantagens da globalização, ao tempo em que se começou a repensar os “controles de capitais como um instrumento perfeitamente aceitável na prevenção ao caos que pode se instalar a partir de bruscos movimentos especulativos”. É nesse mesmo sentido que Pereira e Nakano (2003) defendem maior prudência no relacionamento financeiro do país com o exterior, apoiando-se na experiência recente da China e da Índia no gerenciamento das transações externas.
- 37 Segundo o autor, atualmente a diferença entre IED e investimento em portfólio seria muito estreita em função do crescimento de derivativos e fundos *hedge*, dadas as facilidades de conversão de um investimento de longo prazo num ativo líquido imediato, além do fato de os investidores poderem utilizar seus ativos fixos para captar recursos e exportar capital, gerando rápidas saídas de divisas. Essa volatilidade de fluxos de longo prazo também se daria pelo fato de o IED ser constituído, em grande parte, de lucros retidos, os quais são afetados pelos ciclos econômicos, denotando a ausência de um caráter anticíclico e estabilizador. Também uma grande entrada simultânea de fluxos de IED poderia ser prejudicial ao país receptor, dado que o movimento poderia valorizar a moeda local e reduzir a competitividade do setor *tradeable* do país. Além disso, o IED acabaria gerando compromissos de saídas periódicas de divisas, na forma de pagamentos de dividendos ou repatriação de lucros, inconsistentes em relação às entradas de divisas, sobretudo se ocorrer em setores *nontradeables*, como em serviços de infra-estrutura e comunicações – em períodos de crises recentes, especialmente, as remessas de lucros e dividendos se mostraram um componente de agravamento dos ciclos econômicos.
- 38 A Espanha, durante a crise do sistema monetário europeu de 1992, teria reimposto controles sobre fluxos de saída num contexto de pressão sobre a taxa de câmbio, buscando conter a especulação contra sua moeda e estabilizar o mercado cambial contra uma queda brusca nas reservas estrangeiras oficiais. O principal foco dos controles esteve nas atividades de especuladores não-residentes, através da restrição de seu acesso a fundos de moeda doméstica que pudessem ser usados como posições especulativas contra a moeda local, processo feito sem afetar suas transações correntes internacionais, fluxos de IED e alguns investimentos em portfólio. Os resultados, traduzidos na grande diferença entre juros internos e externos e na estabilização da peseta dentro das bandas do sistema monetário europeu então em implantação, sugerem que os controles foram efetivos, limitando a especulação contra a moeda nacional.
- 39 *Cronyism* ou *crony capitalism* indica a existência generalizada de práticas comuns condenáveis, como corrupção e favorecimento de interesses particulares na esfera pública, que constituem um problema sistêmico associado à interação entre mercado e Estado. Numa tradução branda, seria um “capitalismo clientelista”, ou “de compadres”, mas num tom mais feio, “capitalismo de comparsas”, ou “de quadrilhas”, que poderia ser aplicado à Rússia [Franco (1999c)]. Envolve um conjunto de relações espúrias entre o Estado e o setor privado [Cunha (2004a)].
- 40 *Sand in the wheels* foi uma expressão cunhada por Tobin (1978). A idéia era implementar controles sobre as transações nos mercados financeiros internacionais, como se fossem partículas de areia em suas engrenagens, para discipliná-los, frear ou suavizar sua operação, constituindo uma proposta alternativa para a construção da estabilidade do sistema financeiro internacional na era pós-Bretton Woods.
- 41 A analogia estaria na possibilidade de a lama existente nas rodas de uma carruagem chegar a reduzir seus movimentos até seu destino de forma muito mais expressiva do que a areia, ainda que sua presença minimizasse a chance de o veículo virar em sua trajetória. Dado um certo nível

de integridade da estrutura do veículo (como a existência de condições mínimas para a abertura), Forbes (2004) entende que a maioria dos economistas provavelmente escolheria retirar a lama das rodas, mesmo se aumentasse o risco de queda, para chegar mais rapidamente a seu destino. Entretanto, se o veículo tem uma estrutura fraca e as rodas estão funcionando apenas pela presença da lama, poderia ser prudente reforçar primeiro as rodas e garantir que uma estrutura mínima esteja presente antes de remover a lama e se mover mais rapidamente.

- 42 Nesse sentido, a autora constata que “capital controls, by placing ‘mud in the wheels of market discipline’ may render countries *less vulnerable* to external shocks and therefore reduce their susceptibility to crises” [Forbes (2004, p. 17, grifo nosso)].
- 43 “A maior frequência e custo de crises monetárias e gêmeas tem sido associada com um aumento repentino de influxos de capitais internacionais – especialmente fluxos privados – para países em desenvolvimento e com a crescente integração dessas economias com os mercados financeiros mundiais.” [World Bank *apud* Eichengreen (2000, p. 1.107)].
- 44 Prasad *et al.* (2003) identificam os mecanismos pelos quais a abertura financeira pode ajudar a aumentar o crescimento em países em desenvolvimento, distinguindo-os entre: canal direto – pelo aumento da poupança doméstica, redução do custo do capital, graças a uma melhor alocação de risco, a transferência de tecnologia e o desenvolvimento do setor financeiro; e canal indireto – pela promoção de especialização, pelo incentivo a adoção de melhores políticas e pela melhor qualidade dos fluxos decorrentes da sinalização de melhores políticas econômicas.
- 45 Eichengreen (2002) e Prasad *et al.* (2003) apresentam *surveys* bem completas dessa literatura.
- 46 Basicamente, os estudos não mostram qualquer relação significativa entre abertura financeira e crescimento da renda real *per capita*. De fato, dos 14 estudos recentes pesquisados em Prasad *et al.* (2003), três encontram um efeito positivo da integração financeira sobre crescimento, quatro não encontram efeito e sete apresentam resultados mistos.
- 47 Ele desenvolve uma medida gradativa para a liberalização da conta capital, mensurando sua abertura numa escala de 0 a 8, diferentemente dos estudos anteriores, que apenas distinguiam com uma variável binária (0 ou 1) entre a existência ou não de controles, com base nos mesmos relatórios do FMI. No entanto, vide Eichengreen e Leblang (2002) para uma discussão sobre as limitações da utilização desses dados nesse tipo de análise.
- 48 Entretanto, Williamson *apud* Cooper (1999) interpreta que esse efeito decorre do modo de construção de sua medida dos diferentes graus de liberalização da conta capital. Assim, o resultado de Quinn reconheceria que os primeiros estágios de liberalização da conta capital, envolvendo fluxos de IED e outros influxos de longo prazo, gerariam esses benefícios que dominam o resultado empírico de Quinn, mas não seriam um resultado generalizável para fluxos de caráter mais volátil.
- 49 Através de uma amostra maior do que a de Quinn, com quase cem países, desenvolvidos e em desenvolvimento, e especificações distintas, ele não encontra efeito significativo da liberalização da conta capital sobre a mudança percentual na renda real *per capita* no período entre 1975 e 1989 em regressões para crescimento. Da mesma forma, ele não encontra uma associação efetiva entre liberalização da conta capital e nível de investimento, ou inflação.
- 50 Ademais, como enfatiza Rodrik com bastante propriedade, existe um problema de causalidade envolvido, posto que os países costumam remover controles de capitais quando o cenário econômico é favorável. Ou seja, ainda que exista uma correlação positiva, a liberalização poderia ser uma consequência e não uma causa do crescimento [Rodrik (1998)].
- 51 As *proxies* utilizadas para medir o grau de abertura da conta capital podem ser estimadas por medidas *de facto* ou *de jure*. A maioria dos indicadores baseia-se nas regras legais dos países e não na real efetividade com que essas leis são aplicadas ou não – até pela dificuldade de analisar de

forma abrangente o sistema legal aplicado em cada país para fins de comparação. Entretanto, isso significa que, na prática, nem sempre a existência de uma barreira legal impede o fluxo de determinado tipo de capital que pode na realidade existir ou uma abertura da conta capital se traduz em grau maior de liberalização financeira. Esse seria um aspecto presente em todos os indicadores montados com base na legislação dos países – sobretudo encontrados nos estudos que utilizam dados do FMI –, os quais focam nas restrições *de jure* e não na eficácia *de facto* dos controles. Nesse sentido, as medidas sobre restrições *de jure* sobre controles de capitais não refletiriam a integração financeira *de facto*, em termos de fluxos de capitais.

- 52 Os autores também não detectam uma influência da liberalização quando há desenvolvimento financeiro e desenvolvimento institucional ou quando se adotam “políticas macroeconômicas sadias”. Esses resultados são de especial interesse porque as pesquisas foram realizadas no âmbito do próprio FMI, o mais ativo e importante proponente da liberalização da conta de capitais. Nesse mesmo sentido, como bem apontam Carvalho e Sicsú (2004), outro *pool* de pesquisadores [Prasad et al (2003)], do qual fez parte o próprio diretor de pesquisas do Fundo, Kenneth Rogoff, chegou à mesma conclusão ainda mais recentemente.
- 53 Segundo os autores, uma das razões para que os estudos sejam inconclusivos estaria no fato de não considerarem o impacto das crises sobre o crescimento e a capacidade dos controles de limitar seus efeitos negativos sobre o produto. A própria vulnerabilidade a crises variaria entre países e estruturas do sistema financeiro internacional: os efeitos da liberalização dos controles de capitais sobre crescimento seriam, portanto, *contingentes* e *contextualmente específicos*.
- 54 Eichengreen e Leblang (2002) encontram que o efeito mais robusto dos controles de capitais opera pelo seu impacto sobre as crises: dado que estas afetam o crescimento de uma economia com uma conta capital aberta, os controles justamente neutralizariam esse efeito.
- 55 Especificamente para o período atual pós-Bretton Woods, eles encontram pouca evidência de que o efeito direto da abertura da conta capital sobre o crescimento seja positivo. Assim, concluem que é difícil identificar um efeito robusto da liberalização da conta capital sobre o crescimento.
- 56 Naturalmente, ainda que se ressalte alguma medida específica, a abordagem pontual sobre algum normativo editado no período tem em vista não a sua análise unitária, mas a compreensão do sentido e do alcance das mudanças implementadas pelas autoridades monetárias, como parte de um processo mais amplo com um sentido e encadeamento.
- 57 Segundo Franco (2000c), a base de liberalização cambial foi quase inteiramente infralegal.
- 58 Sigla comumente usada no mercado financeiro para designar o então Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes.
- 59 Registro Declaratório Eletrônico, instituído pela Circular BC 2.337, de 28.11.1996.
- 60 Por exemplo, registram-se apenas atualizações e/ou modificações pontuais à Lei 4.131/62, sem alterar sua concepção básica.
- 61 “Art. 1º - São consideradas operações de câmbio ilegítimas as realizadas entre bancos, pessoas naturais ou jurídicas, domiciliadas ou estabelecidas no país, com quaisquer entidades do exterior, quando tais operações não transitem pelos bancos habilitados a operar em câmbio, mediante prévia autorização da fiscalização bancária a cargo do Banco do Brasil. [...] Art. 3º - São passíveis de penalidades as sonegações de coberturas nos valores de exportação, bem como o aumento de preço de mercadorias importadas, para obtenção de coberturas indevidas.”
- 62 Há uma distinção entre controle *cambial* e controle de *capitais*. *Controle cambial* refere-se ao uso de medidas administrativas de gerenciamento do BP em todas as suas contas. Ou seja, é um

conceito mais amplo, que engloba a imposição de restrições a transações em moedas estrangeiras num sentido mais abrangente. Pode ser usado para controlar os fluxos da conta corrente do balanço de pagamentos – por exemplo, pela proibição da importação legal de um determinado bem – e não se limita a transações da conta capital e financeira [Paula (2003)]. O conceito também abrange todos os tipos de restrições e regulações que possam ser impostas no mercado cambial de forma ampla, inclusive o acesso dos participantes no mercado – trabalho que é desenvolvido no âmbito do BC. O BC, como detentor do monopólio das operações cambiais, pode restringir operações segundo critérios variados – volume, finalidade etc. –, além de contar com o dispositivo, ocasionalmente acionado, da centralização cambial [Franco (1992)]. Siqueira (1993) também aponta que *controle cambial* compreende as medidas para restringir as importações e limitar os gastos com serviços estrangeiros e com o movimento de capitais para o exterior, referindo-se a transações correntes ou financeiras, enquanto o controle de capitais aplicar-se-ia apenas ao movimento financeiro.

- 63 Nesse sentido, com relação ao registro no antigo Firce (Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros) – atual RDE, feito via internet –, não seria uma obrigação imposta a todas as movimentações cambiais na conta de capitais, tampouco um direito a ser reivindicado pelo titular de quaisquer entradas de divisas; mas sim “uma obrigação para algumas movimentações, as quais, a partir do registro, nos termos da Lei 4.131, passam a ter *direitos*, dentre os quais o de retornar à sua origem e enviar dividendos e juros independentemente de autorizações”.
- 64 A posição de câmbio representa o volume das operações de compra e venda de moeda estrangeira realizadas pelos estabelecimentos que podem operar em câmbio, com exceção das agências de turismo e hotéis. Almeida (1994) indica que a posição de câmbio expressa o saldo entre as compras e vendas de câmbio realizadas pelas instituições autorizadas/credenciadas a operar em câmbio pelo BC. Inicialmente, o objetivo da fixação de limites de posição comprada foi o de transferir para o BC a moeda estrangeira destinada à constituição de reservas internacionais do país. Já os limites de posição vendida têm um caráter muito mais prudencial e buscam evitar que os bancos operem com grandes riscos de endividamento – dentro também das linhas gerais da regulação de Basiléia. Vide Resolução 1.690/90, para posição comprada, e Circular 2.787/97, para posição vendida.
- 65 A chamada “compensação privada de câmbio” refere-se ao mecanismo pelo qual uma empresa poderia pagar importações com recursos provenientes diretamente das exportações, sem a necessidade de antes internar os dólares no Brasil. Entretanto, com a edição do Decreto 20.451/31, criou-se a obrigação de que todas as operações de câmbio passassem a ser conduzidas de forma individualizada no país e por meio de instituições autorizadas pelo BC.
- 66 Como alega Loyola (2005), a exigência de cobertura cambial das exportações e a vedação à compensação privada de câmbio foram os princípios introduzidos na legislação em decorrência da “penúria cambial” que se seguiu à queda do preço do café nos mercados internacionais, como consequência da crise de 1929.
- 67 Pode-se afirmar que essa disposição é a base para a auferição de eventuais “ganhos de senhoria-gem” pelo governo, o que defende Arida (2003a) ao se posicionar contra a ampliação da conversibilidade da moeda no nível das transações internas, afastando a utilização de moedas estrangeiras no território nacional.
- 68 Nesse sentido, é interessante visualizar o art. 1º do Decreto-Lei 857, que veda a estipulação de pagamento em moeda estrangeira no país. Em seus termos: “Art 1º – São nulos de pleno direito os contratos, títulos e quaisquer documentos, bem como as obrigações que, exeqüíveis no Brasil, estipulem pagamento em ouro, em moeda estrangeira, ou, por alguma forma, restrinjam ou recusem, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro” (Decreto-Lei 857/69).
- 69 A Sumoc (Superintendência da Moeda e do Crédito) foi criada pelo Decreto-Lei 7.293 (2.2.1945), “em consequência de obrigações assumidas pelo Brasil, em 1944, na Conferência de Bretton

Woods, da qual nasceu o FMI” [Andrezo e Lima (1999, p. 22). Sua finalidade era controlar o mercado monetário e prepará-lo para a criação de um BC, que passaria a concentrar funções antes exercidas pelo BB e pelo Ministério da Fazenda.

- 70 Giannetti e Garofalo (2005, p. 11) entendem que no governo Collor (1990), embora em vigor, o modelo de monopólio cambial foi flexibilizado, quando se acabou com a obrigatoriedade do sistema de repasse de excedente de mercado e cobertura de demanda de mercado, o qual concentrava nas reservas internacionais do país toda moeda estrangeira resultante das operações externas.
- 71 A base normativa aqui abordada está disponível no sítio do BC na internet e pode ser diretamente ali consultada. Soihet (2002) também é uma boa fonte de consulta, apresentando um rol das principais medidas normativas editadas entre 1990 e 2000, enquanto Cardoso e Goldfajn (1997) registram os principais fatos e medidas que afetaram os fluxos de capitais entre 1983 e 1996.
- 72 Segundo o Banco Central do Brasil [BC (1993, p. 7)], “as sucessivas crises cambiais por que passou o Brasil (ao longo da década de 1980) impuseram ao governo a necessidade de estabelecer limites e exigências burocráticas para as pessoas adquirirem moeda estrangeira e fazerem seus pagamentos ao exterior”. Essa dificuldade do fluxo de caixa levou, até, a períodos com centralização cambial das operações externas no BC em 1983-1984 (Resolução 851, de 29.7.1983), e em 1989 (Resolução 1.564, de 16.1.1989).
- 73 Essa posição é vista e justificada na *Cartilha* do BC (1993, p. 23), dado que uma “completa liberdade cambial, se fomentada indevidamente em um contexto de instabilidade macroeconômica, prejudicaria, de forma duradoura, através das fugas de capital que poderia provocar, a saúde da moeda nacional e a capacidade do Banco Central de desempenhar uma de suas funções mais essenciais: a condução da política monetária”, além do que “a livre mobilidade de capitais em uma economia ainda sujeita à instabilidade macroeconômica pode prejudicar consideravelmente os próprios esforços para estabilizar a economia”.
- 74 Basicamente, a literatura registra princípios gerais [Prasad *et al.*, 2003] e estratégias para a liberalização da conta capital [Schneider (2000)], envolvendo condições mínimas [Edwards (1999)] para a abertura, estratégia limitada, cautelosa e gradual [Budnevich e Lefort (1997) e Edison *et al.* (2002a)] e a idéia de uma seqüência de etapas sucessivas [Eichengreen (2000) e Arteta, Eichengreen e Wyplosz (2001)] para que os países possam se beneficiar e controlar os riscos da globalização.
- 75 Franco e Pinho Neto (2004) identificam aqui o início do processo de liberalização financeira. Já Siqueira (1993) registra que a criação do MCTF teve início em 1986, com foco no mercado de turismo, por meio da iniciativa de estudos com a Embratur e agentes do setor para a legalização dessas operações. Isso culminou, no final de 1988, com a criação do segmento específico pela Resolução BC 1.552 (22.12.1988), que legitimou *de jure* uma situação prévia existente *de facto*.
- 76 Conforme Franco (2000b, p. 313), “o chamado ‘flutuante’ foi criado como um mercado apartado do mercado de câmbio principal – que ficou designado como mercado de câmbio de taxas livres (MCTL) e conhecido como ‘comercial’ –, inicialmente com a denominação de ‘câmbio-turismo’, com o propósito de trazer para a esfera formal as transações legítimas que tinham lugar no *black*”.
- 77 Em 18.3.1990, por meio da Resolução BC 1.690, foi criado o mercado de câmbio de taxas livres (MCTL), também conhecido por “câmbio comercial”, em substituição ao mercado de taxas administradas (MCTA), que vigorou entre 1968 e 1990, quando as taxas eram fixadas diariamente pelo BC e existiam limites quantitativos para os vários tipos de operações. Sua principal consequência foi a eliminação da interferência forçada do BC no mercado de câmbio. No MCTL, eram conduzidas as operações de câmbio em que a autoridade monetária exercia maior controle, tais como: as transações provenientes das exportações e importações; o movimento de capitais e serviços amparados em certificados do BC; outros serviços ligados às operações comerciais com o exterior; operações de interesse do governo e outras consideradas de maior interesse para o país. As operações de câmbio cujos recursos ingressados no país estivessem sujeitos a registro no BC também seriam cursadas

nesse mercado, incluindo os empréstimos, os investimentos diretos em sociedades sediadas no país e os investimentos no mercado de capitais realizados por investidores institucionais.

- 78 Com a criação do MCTF, as operações anteriormente cursadas no “paralelo” foram trazidas para a esfera do “oficial”, restando ao “paralelo” a movimentação de quantias em espécie. Segundo Almeida (1994, p. 53), após a criação do MCTF reduziu-se o paralelo “[...] a níveis insignificantes (*sic*) e mantendo suas taxas sob controle, próximas às praticadas nos mercados institucionais, verificando-se, inclusive, situações de ‘deságio’ em alguns momentos”.
- 79 Naturalmente, o leitor não familiarizado com a história cambial do país pode questionar por que tais operações já não foram incorporadas diretamente no mercado oficial, junto com as demais operações com tratamento prioritário pelas autoridades. Na verdade, o reconhecimento da existência do trânsito de operações legítimas no mercado paralelo constituiu o passo essencial para trazê-las para a esfera oficial, mas, dada a existência ainda de uma série de fatores impeditivos da comunicação da taxa flutuante com a taxa controlada do MCTL, o país conviveu com esse sistema dual até março de 2005, ainda que em 1999 tenha ocorrido a comunicação dos mercados, com a unificação das posições cambiais dos bancos (Resolução BC 2.588, de 25.1.1999), igualando-se o preço nos dois mercados. Historicamente, o regime cambial brasileiro tem uma lógica intervencionista, que se deve às crises de divisas geradas pelas oscilações das receitas com exportações. Esse regime passou por diversos sistemas de determinação da taxa de câmbio, até chegar, em 1968, à política das minidesvalorizações, mantendo seus traços básicos até fevereiro de 1990. A partir de então, dada a necessidade de manter o equilíbrio do balanço de pagamentos, o BC punia com cotações mais altas operações consideradas menos legítimas, como o turismo, e dava prioridade a alguns setores eleitos, como comércio e determinados capitais. Portanto, tendo em vista as difíceis e instáveis condições econômicas, optou-se por uma liberalização gradual das operações cambiais, com a manutenção de um sistema dual de câmbio, no qual conviveriam um mercado que continuaria funcionando sob as regras estritas do monopólio cambial e um outro em que os controles seriam mínimos [Loyola (2003)]. Almeida (1994), Zini Júnior (1993) e BC (1993) justificam que a existência desses dois mercados de câmbio devia-se a dificuldades crônicas de balanço de pagamentos, que forçavam o racionamento das divisas; a uma taxa de câmbio oficial determinada por critérios administrativos e freqüentemente “defasada” em consequência do temor dos impactos inflacionário e distributivo de desvalorizações cambiais; e à pequena mobilidade de capitais, em consequência da restrita integração da economia brasileira aos mercados financeiros internacionais.
- 80 A operação consistia no depósito em moeda nacional nas contas dessas instituições, as quais fariam a compra de divisas e a posterior transferência de recursos para o exterior, conforme solicitação do interessado.
- 81 Resolução BC 3.222, de 29.7.2004, que regulamenta as contas em moeda estrangeira no país. Na retórica oficial do BC, as contas CC5 não estavam sujeitas às restrições da lei de remessa de lucros porque nelas não eram feitas remessas de dólares – e sim *transferências internacionais* de reais (*sic*). Assim, brasileiros depositavam reais nas contas CC5, que em seguida eram convertidos em dólares e remetidos – o que é mantido até a edição do RMCCI em março de 2005, quando as remessas passaram a ser feitas, em dólares, diretamente no mercado de câmbio, também independentemente de ingresso anterior.
- 82 Um dos problemas do mecanismo da CC5 fartamente discutido no país até a extinção dessa “válvula de escape” em março de 2005 seria ter-se transformado em um facilitador para o envio indiscriminado de recursos para o exterior. Como regra, as contas CC5 apresentaram saldos negativos, majorados em períodos de turbulência econômica. Tal mecanismo serviu de escoamento para *capital flights* nos períodos de crise cambial e agravou até mesmo seus efeitos sobre a estabilidade interna. No ano da crise asiática, em 1997, saíram US\$ 21,2 bilhões pela CC5; no ano seguinte, o da moratória russa, foram mais US\$ 24,8 bilhões; e na maxidesvalorização do real, em 1999, outros US\$ 10,2 bilhões. Após a desvalorização em 1999 e a adoção do câmbio flutuante,

os volumes deixaram de preocupar, e a última grande saída foi em 2002, ainda que com efeitos sobre a volatilidade do câmbio, com US\$ 9,11 bilhões. Após março de 2005, as CC5 voltaram a ser utilizadas apenas por sua finalidade original e movimentaram recursos de aproximadamente seis mil não-residentes, todas contas registradas no BC, encerrando-se a constante polêmica em seu entorno.

- 83 Segundo Franco (1992), esse tipo de movimentação teria sido considerado de menor importância – numa época com mais escassez de divisas do que no período atual, ainda que hoje se verifique e adquiram relevância em períodos de turbulência econômica, interna ou externa –, o que permitiu que investimentos financeiros no exterior, ou em moeda estrangeira, jamais competissem com as aplicações denominadas em moeda nacional. Esse fato pode explicar o desenvolvimento do sistema financeiro nacional como uma busca para proporcionar os mecanismos adequados de preservação da poupança nacional, trajetória distinta da dos demais países latino-americanos.
- 84 Naturalmente, a liberdade cambial apresenta algumas limitações porque previa e ainda prevê penalidades e demais sanções definidas na legislação, nos casos em que for verificada a realização de operações de câmbio a taxas que se situem em níveis destoantes daqueles praticados pelo mercado no dia e que possam configurar evasão cambial, sonegação fiscal ou dano ao patrimônio público. Na verdade, como afirma J. Carvalho, “não existem mercados totalmente livres”, dado que qualquer país desenvolvido também possui sua regulamentação e regramento normativo próprio, até como pano de fundo para o ordenamento das atividades econômicas [informação verbal de José Maria Carvalho, como chefe do Departamento de Capitais Estrangeiros e Câmbio (Decec), do BC, na palestra “Mercado de câmbio e fluxo de capitais do exterior”, na BC Universidade, Brasília, em 17.6.2005].
- 85 A Resolução 63 foi a norma pioneira que permitiu aos bancos de investimento e de desenvolvimento privado contratar diretamente empréstimos externos para repasse a empresas no país, estabelecendo assim uma ponte entre o sistema financeiro doméstico e o internacional.
- 86 O *commercial paper* é uma nota promissória não garantida, de curto prazo, emitida pelas empresas com uma data de vencimento e um valor de face definidos, que confere ao titular direito de crédito contra o emitente. Ou seja, é um título de dívida direta, que define uma obrigação entre o emissor e o portador do papel, pelo qual o emitente promete pagar ao investidor possuidor do título uma certa quantia fixa em uma data futura determinada [Andrezo e Lima (1999)]. Vide Resolução BC 1.723 (27.6.1990) e Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 134 (1.11.1990).
- 87 Bônus e *notes* são títulos de dívida de longo prazo, emitidos por empresa financeira ou não-financeira, que rendem juros fixos ou flutuantes, além da correção cambial. Podem ser emitidos em qualquer moeda forte, mas a emissão em dólar é predominante. Na verdade, são uma espécie de nota promissória, sem garantias reais subjacentes, mas que podem ter garantia bancária. Utiliza-se o termo bônus ou *bond* para títulos com mais de dez anos de prazo e a denominação *notes* para prazos inferiores. Costuma-se também denominá-los eurobônus e *euronotes* [Andrezo e Lima (1999)].
- 88 As Resoluções BC 2.266/96 e BC 2.312/96 ampliam às empresas exportadoras essa possibilidade de financiamento externo, enquanto a Resolução BC 2.345/96 permite às instituições financeiras o lançamento de DRs em bolsas no exterior.
- 89 Os DRs podem se caracterizar como uma inovação financeira, um novo tipo de contrato produzido pelo setor financeiro na década de 1990, envolvendo sua emissão no exterior quando o investidor estrangeiro adquire as ações e as libera para custódia em banco local (custodiante), que então instrui o banco depositário no exterior a emitir os DRs correspondentes em moeda estrangeira. Veja informações na página do BC na internet.
- 90 Segundo Andrezo e Lima (1999), essa resolução marcou o início de uma nova fase no mercado de capitais brasileiro de abertura ao investidor estrangeiro. Ainda que iniciado de forma tímida, foi acelerado nos anos 1990, por pressão dos investidores.

- 91 Conforme Soihet (2002), a implementação dessa Resolução 1289/87 criou vários instrumentos de investimentos disponíveis aos não-residentes no Brasil, constituindo um marco regulatório importante nesse processo de abertura.
- 92 A Resolução BC 922/1984 definiu *valores mobiliários* como aqueles sujeitos ao regime da lei 6.385/1976 e *títulos mobiliários*, os excluídos do referido regime, que são os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. No primeiro caso, a competência é da CVM, enquanto no segundo é do BC [Andrezo e Lima (1999)].
- 93 Almeida (1994) lembra que os investimentos externos em Bolsa, embora introduzidos no país através do Decreto-Lei 1.401 (7.5.1975), tiveram impulso apenas depois da edição da Resolução 1.289 em 20.3.1987 – o que parece estar relacionado mais com fatores *push* do que *pull* de atratividade local. Ou, como Andrezo e Lima (1999) salientam, como decorrência do fato de esses novos instrumentos legais serem razoavelmente mais simples.
- 94 O Anexo IV facilitou o ingresso de investidores institucionais como fundos de pensão, companhias de seguros e fundos de investimento estrangeiro, permitindo-lhes investir no mercado de capitais brasileiro por meio da constituição de uma carteira [Andrezo e Lima (1999)]. Ao contrário dos anexos anteriores, possibilitou a entrada direta dos investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário doméstico, sem requerimentos de capital mínimo inicial e prazo de permanência [Cintra e Prates (2005)]. Além disso, permitiu aplicações em valores mobiliários em fundos de aplicação financeira, sem tributar os rendimentos e os ganhos de capital obtidos [Soihet (2002)].
- 95 É nesse período, a partir de 1992, com a mudança das condições de crédito externo – fator *push*, que os fluxos de capitais para o Brasil começaram a crescer rapidamente, de um total de US\$ 11,6 bilhões de influxos, em 1991, para US\$ 17,8 bilhões, em 1992, chegando a US\$ 128 bilhões em 1997 [Studart (2000)].
- 96 Posteriormente, outra forma de ingresso de investimentos externos deu-se através da Resolução 2.028 (25.11.1993), que introduziu os chamados fundos de renda fixa – capital estrangeiro, conhecidos no mercado como *Anexo VI* [Andrezo e Lima (1999)].
- 97 Com relação às mudanças que exigiram reformas ou flexibilização em nível constitucional, destacou-se a redefinição do conceito de empresa nacional – a Emenda Constitucional 6, de 15.8.1995, claramente liberalizante no tratamento ao capital estrangeiro, um marco na abertura da economia brasileira, aboliu a distinção entre empresas estrangeiras e nacionais –, a eliminação das reservas de mercado em diversas áreas e a abertura externa do mercado de telecomunicações.
- 98 Cintra e Prates (2005) também registram a instituição das modalidades de aplicação para o investimento estrangeiro em portfólio no mercado financeiro doméstico via fundos de privatização – capital estrangeiro (1991) e dois fundos de investimento constituídos no país, que foram abertos à participação estrangeira em 1996 (fundos de investimento em empresas emergentes e fundos de investimento imobiliário).
- 99 Resolução BC 2.689 e Circular 2.963, ambas de 26.1.2000, complementadas pela Instrução CVM 325, de 27.1.2000.
- 100 Como aduz Pinheiro Neto (2005), “sua edição representa um reconhecimento de que a crescente competição entre os mercados de capitais mundiais tornou extremamente necessária a institucionalização de mecanismos de investimento que busquem a eliminação de barreiras ao ingresso e saída de investidores, bem como a redução de restrições operacionais, burocracias e custos de transação”.
- 101 Outra inovação importante trazida pela nova regulamentação da Resolução BC 2.689/00 foi a possibilidade de pessoas físicas ou jurídicas não-institucionais residentes no exterior realizarem investimentos de portfólio. Essa nova regulamentação passou a considerar o investidor não-resi-



dente, individual ou coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior. Isso criou, portanto, a possibilidade de investimento direto no Brasil por pessoas físicas com residência ou domicílio no exterior, bem como pessoas jurídicas não-institucionais.

- 102 A única exigência é que as operações do investidor não-residente, em mercados derivativos ou demais mercados de liquidação futura, sejam realizadas ou registradas em bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros, mercado de balcão organizado, ou registradas em sistemas de registro, liquidação e custódia reconhecidos pelas autoridades, como o Sistema de Registro e Liquidação Financeira de Títulos, administrado pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip), ou o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), administrado pelo BC.
- 103 Em 26.1.2000, foi também editada a Resolução BC 2.687, que admitiu a realização de operações com contratos a termo, futuro e de opções de produtos agropecuários por não-residentes no país.
- 104 Nos termos da Resolução BC 2.770 (30.8.2000) e da Circular BC 3.027 (22.2.2001), as condições financeiras para operações de empréstimo externo entre residentes ou domiciliados no Brasil e residentes ou domiciliados no exterior devem ser submetidas e registradas no Banco Central, pois tais operações implicam a entrada de capital estrangeiro no Brasil.
- 105 RDE-IED é o Registro Declaratório Eletrônico de Investimento Estrangeiro Direto no país. Para mais informações sobre esse e os demais sistemas eletrônicos de registro de operações, vide Circular BC 2.337, que instituiu o Registro Declaratório Eletrônico (RDE), em 28.11.1996, e a Circular BC 2.731 (13.12.1996), que criou o Registro de Operações Financeiras (ROF).
- 106 A unificação dos mercados de câmbio em março de 2005 afetou apenas o fluxo de transações com o exterior, sem alterar essa dimensão de circulação interna, referente ao uso de divisas em território nacional.
- 107 Mesmo que restrita a essa categoria específica de agentes, a liberalização da aquisição e retenção de divisas tornaram o mercado de câmbio, conforme Oliveira (2003, p. 7), “flagrantemente mais sensível às taxas de juros, à instabilidade política interna e às expectativas de desvalorização ou valorização real do câmbio”, num contexto de ampla conversibilidade para as instituições financeiras.
- 108 Ainda que essa disposição impeça os bancos de emprestar em moeda estrangeira no país, por exemplo, essa regulação não se aplica a captações bancárias de repasse em moeda estrangeira [IMF (2003)], que acabam referidas em moeda estrangeira.
- 109 Assim como a seção anterior, a fonte bibliográfica básica encontra-se na página do BC na internet, que disponibiliza acesso completo à legislação cambial. Veja em anexo as principais medidas normativas para 2001-2005.
- 110 Como pontua Franco (2000b), as principais modificações foram implementadas até 1993: “a liberdade (comercial e) cambial avançou de mansinho durante muitos anos, e não teve tantos impulsos radicais a partir de 1993”.
- 111 Através da análise minuciosa da legislação do BC entre 2001 e 2005, percebe-se claramente esse caráter muito mais regulamentar e desburocratizante, até dentro das diretrizes do Programa Nacional de Desburocratização implementado ainda no governo FHC na máquina pública federal, em busca de maior facilidade operacional para os agentes, de acordo com as próprias manifestações do BC na imprensa, à época, nesse sentido.
- 112 De acordo com as normas expedidas pelo CMN, conforme o disposto no art. 9º, da Lei 4.595, de 31.12.1964.
- 113 Resoluções BC 3.265/05 e BC 3.266/05 e Circular BC 3.280/05.

- 114 Entre a edição da Circular BC 3.280 (16.3.2005), que divulgou o novo RMCCI, e o término desta pesquisa (1.10.2005), basicamente a autoridade monetária restringe-se muito mais a um gerenciamento regulamentar e operacional das transações do mercado cambial, o que pode ser verificado pela edição dos Comunicados BC 13.163 (28.3.2005) e BC 13.415 (3.6.2005) e Carta-Circular BC 3.184 (18.4.2005), os mais relevantes no período. No sentido de liberalização da conta capital, identificamos a edição da Resolução BC 3.312 (31.8.2005), abordada ao final desta seção, dentro do processo de liberalização gradual implementado pelo BC.
- 115 Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários.
- 116 As operações de câmbio continuam a ser cursadas obrigatoriamente nos estabelecimentos autorizados a praticá-las pelo BC, mantendo-se, portanto, o princípio da centralização cambial originário da década de 1930.
- 117 A própria Lei 10.192 (14.2.2001) apresenta no parágrafo único do art.1º as exceções, constantes nos artigos 2º e 3º do Decreto-Lei 857, de 11.9.1969 (basicamente relacionadas a operações de exportação e importação de mercadorias e compra e venda de câmbio, além de operações com não-residentes), e no art. 6º da Lei 8.880, de 27.5.1994 (que permite correção cambial em contratos de *leasing* externo por residentes).
- 118 Do ponto de vista do controle cambial, o contrato de câmbio exerce papel de suma importância, até mesmo para elaboração do balanço de pagamentos, dado que é através dele que são identificados o comprador e o vendedor da moeda estrangeira e classificadas as operações para definição da natureza do pagamento ou do recebimento da moeda estrangeira – registrado no Sisbacen, permitindo ao BC o acompanhamento *on-line* do mercado de câmbio.
- 119 Antes da alteração, o prazo máximo era de 180 dias, dependendo do vencimento acordado do contrato de exportação (CNC 5.2). O prazo solicitado pelos exportadores, como divulgado na mídia, era de um período de 360 dias. No entender de Sicsú (2005), a ampliação atual deixa margem para maior flexibilização e, no caso de se permitir um prazo bastante longo para a cobertura cambial, isso significaria na prática a revogação da cobertura cambial.
- 120 Esse ponto tem um caráter de “descriminalização”, dado que as remessas efetuadas de acordo com esse mecanismo foram marginalizadas e tidas pela opinião pública como ilegítimas, o que fazia com que sua utilização fosse reticente e gerasse apreensão pelos agentes – tendo sido, inclusive, um assunto com destaque nos debates prévios a essa alteração da legislação cambial. Com uma melhor identificação em contratos de câmbio, gerou-se maior transparência dessas operações. Dessa maneira, o BC atende a um pleito dos agentes para consolidar *de jure* uma situação de conversibilidade *de facto*, dando-lhe maior transparência e segurança jurídica – fazendo uso do termo de Henrique Meirelles *apud* Moreira (2005) –, já que através do mecanismo das contas CC5 qualquer empresa ou pessoa física residente no Brasil já tinha a liberdade de fazer um investimento direto ou de constituir disponibilidade financeira no exterior, no montante que quisesse, sem pedir antes ao BC, nos termos da Carta-Circular 2.259/92 (ali ficou clara a conversibilidade de toda moeda nacional depositada em contas CC5 de titularidade de bancos não-residentes, independentemente da origem).
- 121 Nos termos do RMCCI 1.1.3: “As pessoas físicas e as pessoas jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, sem limitação de valor, na forma estabelecida neste Regulamento, observada a legalidade da transação, inclusive de ordem tributária, tendo como base a fundamentação econômica das operações e as responsabilidades definidas na respectiva documentação”. Essa expressa autorização para compra e venda de moeda estrangeira, independentemente da finalidade de sua utilização, pode ser considerada um dos principais avanços do RMCCI, dado que, pela sistemática anterior, a moeda estrangeira somente poderia ser objeto de compra e venda para algumas finalidades *previamente* determinadas por dispositivo do Banco Central, como para utilização em viagens de turismo.

- 122 Resolução BC 3.222, de 29.7.2004, que regulamenta as contas em moeda estrangeira no país.
- 123 Contudo, embora do ponto de vista cambial não exista restrição para a movimentação de recursos, os agentes do mercado e seus clientes devem observar eventuais restrições legais ou regulamentares existentes para determinados tipos de operação. Como exemplo, conforme regulamentação própria do segmento segurador, somente podem ser colocados no exterior ou ter prêmios pagos em moeda estrangeira aqueles seguros autorizados pela Susep nessas condições.
- 124 Entre as remessas financeiras previstas (*outward transactions*), sem limites de valor, destacam-se: transferências de patrimônio/heranças; prêmios e indenizações não amparadas por seguros; fianças para exportação (cobertura de riscos); garantias bancárias; aquisição de imóveis; multas e juros contratuais (sem vínculo a operações comerciais); operações com as instituições de cartões de crédito e de vales postais; aplicações em ações/títulos/mercado de opções – Mercosul; e investimento brasileiro no exterior.
- 125 Até 2001, quando foi alterado pelo CMN, o teto para realização de investimentos brasileiros em outros países sem necessidade de autorização prévia do BC era até menor: US\$ 1 milhão.
- 126 Os certificados de depósito de valores mobiliários (BDRs) são representativos de valores mobiliários de companhia aberta ou assemelhada, com sede no exterior, e emitidos por instituição depositária no Brasil. Instituídos pela Resolução BC 2.318 (26.9.1996), regulados pela Instrução CVM 255 (31.10.1996). Semelhantes ao mecanismo do *depository receipt*, destinam-se a empresas estrangeiras que queiram colocar seus valores mobiliários no mercado brasileiro [Andrezo e Lima (1999, p. 285). Constituem, assim, um novo meio para os residentes aplicarem seus recursos em empresas estrangeiras.
- 127 Em 31.8.2005, a Resolução BC 3.312 promoveu uma flexibilização das condições aplicáveis às operações de proteção (*hedge*) no exterior, atendendo a pleito dos agentes de mercado [Andima (2005)]. Trata-se de operações destinadas à proteção de direitos e obrigações, de residentes no país, sujeitos a riscos de variações em cotações, taxas ou preços determinados no mercado internacional, com relação a operações de natureza comercial ou financeira. Além de admitir a possibilidade de que essas transferências sejam efetuadas por meio de bancos autorizados a operar em câmbio, eliminando dificuldades operacionais relacionadas à realização direta das operações antes exigida, a norma também considera passíveis de *hedge* as exposições assumidas no país pelos bancos com os clientes titulares dos direitos e obrigações mencionados.
- 128 Em suas palavras, “capital controls are endogenous. [...] With large capital inflows, governments tend to impose controls to avoid real exchange rate appreciation, money expansion from accumulating reserves, or increasing debt from sterilization policies, and to react to excessive inflows by taxing some forms of capital inflows and impose other forms of restrictions. On the other hand, control on capital outflows are imposed in moments of distress, when there is a shortage of external financing, and authorities respond to a decline in net flows by restricting outflows and creating incentives to inflows” [Cardoso e Goldfajn (1997, p. 21)].
- 129 Esse seria um dos aspectos mais relevantes de vulnerabilidade dos países em desenvolvimento. Biancareli (2004) ressalta a reviravolta dos fluxos de capitais entre as décadas de 1980 e 1990: a escassez e a descrença nos fluxos externos dão lugar ao excesso de capitais internacionais, criando-se uma preocupação quanto à sustentabilidade ou à reversibilidade dos fluxos. Ou seja: agora seria a *abundância* e não a escassez que preocuparia os países em desenvolvimento.
- 130 O Plano Real contribuiu como um fator *pull* para uma entrada maciça de capital, levando a autoridade monetária a editar normas restritivas para evitar que o câmbio continuasse a se apreciar.
- 131 Como bem ressaltam Franco e Pinho Neto (2004, p. 23), “sua importância (dos controles) é marginal diante dos elementos econômicos que, ocasionalmente, determinam medidas cambiais ‘extremas’”. Ou seja, a própria idéia de reação como decisão de governo.

- 132 A esse respeito, Arida (2003a) ressalta a discricionariedade do BC no gerenciamento cambial como um risco cambial quantificado como prêmio de risco maior nas análises dos investidores externos. Entretanto, entende-se que, ao contrário, o uso de controles tem a capacidade de reduzir o nível de risco-país, como bem observam também Ferrari Filho *et al* (2005).
- 133 A forte turbulência econômica de 2002 parece não ter afetado o rumo das medidas estruturais editadas, nem ensejado a edição de qualquer medida restritiva especificamente com a finalidade de estancar as expressivas saídas de capitais do país, sobretudo via CC5 (US\$ 4,8 bilhões no segundo semestre).
- 134 Isso levanta duas hipóteses de questionamento dessa atuação: ou é fruto das diretrizes de política econômica do governo Lula, com uma concepção em busca de um ajuste automático do mercado de câmbio de acordo com os fluxos de capitais, procurando desconstituir uma função-reação da autoridade monetária; ou se entende que a apreciação real do câmbio ainda não compromete o desempenho exportador do país e não requer uma atuação reativa do BC.
- 135 Mesma opinião parece ter Franco (1992), o qual já identificava esse caráter de uma adaptação e flexibilidade da regulamentação, no tocante à conta capital, “conforme a situação cambial do país”. Ou seja, as regras oscilariam entre o maior e o menor rigor em razão da conjuntura.
- 136 A Portaria 111, de 2.3.1994, estabeleceu a incidência de IOF para o ingresso via anexos I a IV e a 534, de 19.10, elevou de 0% para 1% a sua alíquota nesses anexos (e de 5% para 9% nos fundos de renda fixa). Já no início de 1995, essas alíquotas voltaram a seus respectivos valores de 0% e 5% pela Portaria 95, de 9.3.1995.
- 137 Imposto sobre Operações Financeiras.
- 138 Foi elevada a incidência de IOF sobre empréstimos externos, conforme o prazo, e ainda estabeleceu-se uma alíquota mais alta de 7% sobre aplicações em fundos de renda fixa – capital estrangeiro e sobre as operações interbancárias entre o Brasil e o exterior via CC5 – as operações CC5 (Portaria 202, de 10.8.1995).
- 139 Essa estabilidade das regras cambiais com relação ao IED seria um dos motivos que proporcionaram o grande afluxo de IED no país no período recente. Nesse sentido, à luz do tratamento dispensado ao capital estrangeiro, “[...] é difícil argumentar que os controles cambiais em geral e a Lei 4.131/62 em particular fazem crescer de forma proibitiva e indevida o chamado ‘Risco-Brasil’ e afugentam essa classe de investidores estrangeiros” (Franco e Pinho Neto (2004, p. 23)).
- 140 A centralização cambial, prerrogativa decorrente do monopólio no mercado de câmbio pelo BC (Decreto 20.451/31), é utilizada normalmente em períodos de escassez de divisas, pois facilita o controle da entrada e saída de divisas por um órgão centralizador. Na prática, o monopólio dá sustentação à autoridade do BC no mercado cambial, de forma a determinar as regras a serem observadas pelos agentes. Afora esse caráter de organização e gerenciamento do mercado de divisas, serve para o BC gerenciar períodos de crises, resgatando sua prerrogativa de monopólio das operações cambiais.
- 141 Na crise iniciada em outubro de 1997, também foram adotadas medidas para elevar as taxas de juros, reduzir as restrições para captação de recursos e penalizar os detentores (com finalidade especulativa) de posições compradas de câmbio, além da ampliação da posição cambial vendida dos bancos.
- 142 O Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR) é um sistema de pagamentos dos países da Aladi, operacionalizado pelos bancos centrais convenientes, voltado para as operações de comércio da região. Para um detalhamento bem completo, vide material específico do CCR na página <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>, clicando no *link* publicações e câmbio e capitais estrangeiros.

- 143 Vide Biancareli (2003), para uma apreciação detalhada de algumas medidas pontuais.
- 144 Propõe-se aqui uma alternativa ao índice que a maioria dos estudos utiliza, com base no AREAER do FMI, indicador binário do grau de abertura. Ou seja, essa questão envolve diferentes graduações e não constitui uma opção apenas dual entre abertura ou não.
- 145 A escolha dessas variáveis também se relaciona com o fato de que a literatura dos controles de capitais privilegia o exame de seu impacto sobre a eficiência da economia, incluindo variações sobre taxas de câmbio e de juros, para uma economia aberta, além da proposta de Arida (2003a) de que uma ampla conversibilidade da conta capital reduziria o nível de juros praticado no país. Controles são implementados por motivos basicamente macroeconômicos, como para estabilizar a taxa de câmbio, discriminar fluxos de capitais, permitir a adoção de políticas nacionais de juros mais autônomas, deter saídas de capital em meio a uma crise de balanço de pagamentos ou proteger certos setores da economia. Assim, há um canal direto entre abertura e integração financeira e o nível de juros e câmbio – no caso de um regime flutuante [Edwards (1999)].
- 146 Nesse contexto, Ariyoshi *et al* (2000) entendem que estudos estatísticos e econométricos apresentam uma série de limitações. Em particular, nenhuma medida da intensidade do uso de controles de capital, confiável e amplamente aceita, estaria disponível em nível internacional, e muitos estudos simplesmente restringir-se-iam a utilizar variáveis *dummy* para a presença ou não de controles.
- 147 De maneira geral, qualquer uma das medidas utilizadas indica que as ligações financeiras dos países em desenvolvimento aumentaram nos anos recentes [Prasad *et al* (2003, p. 12)]. Entretanto, ainda que não seja o caso específico do Brasil, ressalta-se que o uso de um ou outro indicador pode levar a conclusões distintas. Ou seja, medidas *de facto* e *de jure* podem gerar resultados divergentes com relação à abertura e à integração de uma economia, dada a possibilidade de um país ser aberto e não integrado aos fluxos financeiros globais, ou vice-versa. Na década de 1980, por exemplo, quando muitos países da América Latina eram ainda fechados a fluxos financeiros numa base *de jure*, o volume de capitais que de fato atravessavam as fronteiras nesses países era relativamente expressivo, maior do que o volume médio de fluxos entre todos os países em desenvolvimento. Portanto, numa base *de facto*, tal situação indicaria países mais integrados aos fluxos financeiros globais. Já um país qualitativamente fechado (*de jure*), por apresentar restrições à livre mobilidade de capitais, poderia ser considerado aberto por um indicador quantitativo, como no caso da China.
- 148 Essa segunda medida, quantitativa, é obtida pela soma dos fluxos financeiros de entradas e saídas sobre o PIB, em uma analogia ao indicador de abertura comercial (exportações mais importações sobre o PIB), como bem ressalta Cunha (2003).
- 149 Pires (2004) sustenta que o índice não considera explicitamente a supervisão e o *enforcement* dos controles de capitais e, assim, também passa a refletir mais um aspecto da incidência legal (*de jure*) do que real (*de facto*) de controles. Além disso, o índice atribui pesos iguais a normativos que afetam de maneira distinta os fluxos de capitais, dificultando o estabelecimento de uma relação robusta entre as medidas reais e o que o índice consegue espelhar.
- 150 Em anexo, encontra-se a lista das alterações normativas ocorridas na legislação que afeta o fluxo de capitais entre 2001 e 2005. Apresenta-se uma breve ementa de cada normativo, seu caráter (liberalizante, restritivo ou regulamentar) e a classificação na conta de balanço de pagamentos (investimento direto, portfólio, empréstimos, financiamentos, curto prazo).
- 151 Por uma questão de facilidade e conveniência para os exercícios econométricos, optou-se aqui por uma leitura do índice para um enfoque do nível de liberalização da conta capital – objeto primário desse estudo. Assim, a uma medida liberalizante foi atribuído um valor +1, e -1 quando restritiva. O predomínio de medidas liberalizantes passa a ser lido pelo crescimento direto do índice.

- 152 A média trimestral do RI foi de +1,19 e a do RO de +0,52, o que caracteriza uma tendência de liberalização na entrada e na saída de capital, mais pronunciada para as *inward transactions*, confirmando o apontado por Soihet (2002). Quanto à volatilidade das medidas, diante de um período com fortes turbulências internacionais, o RI acabou variando de um saldo trimestral de sete medidas liberalizantes no início de 1991 para até seis medidas restritivas, ao final de 1994, enquanto o RO oscilou em até três em vários trimestres (1990, 1996 e 2004) e -4 no início de 1993.
- 153 Especificamente, a aprovação do Anexo IV facilitou o ingresso de investidores institucionais estrangeiros, tais como fundos de pensão, companhias de seguros e fundos de investimento estrangeiro. Além disso, permitiu aplicações em valores mobiliários e investimentos em fundos de aplicação financeira, sem tributar os rendimentos e os ganhos de capital obtidos. Dessa forma, foi o instrumento mais utilizado para a entrada de mercado de ações e derivativos no Brasil.
- 154 Entende-se que essa opção consegue espelhar mais corretamente a evolução normativa implementada. Assim, em uma situação em que o BC emite uma circular liberalizante a fluxos de entrada e três outras liberalizantes à saída de capitais, o indicador ICC utilizado deverá espelhar esse sentido liberalizante, enquanto, se forem utilizados os índices de Cardoso e Goldfajn (1997), o ICC (=RI-0,5RO), nesse contexto, seria igual a -0,5 (*sic*), o que indicaria acréscimo do controle de capitais no período em questão, distorcendo a realidade subjacente. Ou seja, um sentido restritivo que não consegue indicar a situação do caso concreto, de um período em que houve apenas a edição de normativos liberalizantes, distorcendo e comprometendo, por conseguinte, quaisquer análises econômicas posteriores. Já o cálculo direto proposto resulta num valor igual a +4, o que indica, quantitativamente, o caráter qualitativo de liberalização das medidas no período. Por sua vez, se, em um período, ocorre a edição de dois normativos restritivos à entrada e um liberalizante à saída, o índice ICC toma diretamente como valor o saldo -1. Além disso, o índice ICC pode tomar valor zero mesmo que haja alterações na regulação à entrada e à saída de capitais, no caso de o número de normas de caráter restritivo igualar o número de liberalizantes, resultado que as equações de Cardoso e Goldfajn (1997) não encontram. É com esse suporte matemático que o índice ICC é calculado.
- 155 Com influxos excessivos, o governo tende a impor controles para evitar uma apreciação real da taxa de câmbio, a expansão da base monetária decorrente do acúmulo de reservas, ou a majoração da dívida pública pela política de esterilização, via taxação sobre algumas formas de capitais ou outros tipos de restrições. Já diante de saídas excessivas, ou escassez de financiamento externo e o declínio dos influxos líquidos, o governo pode ainda restringir os fluxos de saídas e criar incentivos a entradas, de forma que as restrições possuem um caráter de influir positivamente sobre os influxos líquidos. Nesse sentido, encontra-se uma forte evidência de que fluxos de capitais líquidos influem nas decisões de implementar ou reduzir restrições sobre os fluxos de capitais. Isso indica que o Brasil introduziu uma série de controles sobre capitais com vistas a modificar sua composição e seu volume, como resposta a esses grandes influxos de capitais e seus efeitos macroeconômicos nos anos 1990 [Cardoso e Goldfajn (1997)].
- 156 Ainda, entre outras medidas de caráter de gerenciamento conjuntural, destacam-se três normativos que foram claramente restritivos: a Portaria MF 348, de 30.12.1998, que estabeleceu um aumento de IOF de 2% para 2,38% sobre a captação de recursos externos em renda fixa; a Circular BC 2.863, de 10.2.1999, que dispôs sobre a aplicação de recursos dos fundos de investimento no exterior e estabeleceu que o investidor deveria aplicar no mínimo 80%, em vez de 60% previsto, anteriormente, em títulos da dívida externa; e a Circular BC 2.877, de 17.3.1999, que vedou às instituições financeiras a aquisição de quotas de fundos de investimentos, representativas de dívidas negociáveis no mercado internacional.
- 157 As contas já estavam disponíveis em períodos trimestrais. Com relação ao PIB, estimou-se seu valor trimestral a partir da série 4385 – PIB mensal.
- 158 A análise de decomposição de variância permite verificar qual a participação relativa de determinada variável na explicação da variância de outra variável do modelo, enquanto as funções im-

pulso-resposta possibilitam verificar a resposta de determinada variável ao longo do tempo, com relação a choques ocorridos em outras variáveis do modelo. Além disso, os testes de causalidade de Granger permitem verificar se determinada variável ajuda a explicar a ocorrência de outra variável, no sentido de precedência [Cardoso e Vieira (2005)].

- 159 Nesse sentido, os exercícios econométricos consideram as séries amostrais do terceiro trimestre de 1994 até o segundo trimestre de 2005, fechando assim períodos anuais completos, de forma a minimizar problemas de sazonalidade nos dados, porventura existentes.
- 160 Séries temporais mensais ou trimestrais freqüentemente exibem movimentos cíclicos recorrentes em períodos menores de um ano. O ajustamento sazonal, ou dessazonalização, refere-se justamente a esse processo de remoção dos movimentos sazonais cíclicos presentes nas séries.
- 161 O ajuste sazonal empregado nas séries foi aquele pertencente ao pacote estatístico EViews 4.1, método da diferença da média móvel aditiva.
- 162 Apenas a série ICC, baseada nas alterações da legislação pelas autoridades monetárias, não sofreu ajuste sazonal, dada a independência da construção do índice em relação aos meses do ano. A série do PIB já foi utilizada originalmente com dados dessazonalizados.
- 163 Séries temporais econômicas freqüentemente são analisadas após o cálculo de seus logaritmos ou das variações em seus logaritmos [Stock e Watson (2004)]. Naturalmente, as séries de taxa de juros ficam expressas diretamente em seus valores percentuais e não são objeto de transformação logarítmica.
- 164 Quebras estruturais geralmente atrapalham o comportamento de séries estacionárias,  $I(0)$ , afastando a confiabilidade de testes de raiz unitária ADF, os quais, em geral, são muito frágeis nesses casos [Veríssimo e Brito (2004)].
- 165 Os resultados desta seção foram obtidos através da utilização do *software* econométrico EViews 4.1.
- 166 Efetivou-se, ainda, a tentativa de analisar as inter-relações das variáveis especificando um modelo de correção de erros (VEC). Entretanto, não há uma relação estável e significativa, de longo prazo, entre o ICC e as demais variáveis do sistema, dado que não co-integram.
- 167 As funções impulso-resposta foram estimadas com base no modelo VAR especificado, considerando o sistema de equações com duas defasagens, 16 períodos de previsão à frente e impulsos generalizados.
- 168 Essa hipótese é corroborada pela função impulso-resposta, já comentada anteriormente.
- 169 Trocam-se os controles de capitais por taxas de juros elevadas, para possibilitar um contínuo fluxo de capital financeiro em direção ao país.
- 170 As funções de decomposição de variância foram estimadas com base no modelo VAR especificado, considerando 16 períodos (trimestres) de previsão e uma dinâmica com a seguinte ordem de Cholesky: TXNOMSA, LNPIB, LNICC e LNCANOMSA.
- 171 Da mesma forma que o PIB, o comportamento passado dos juros explica a maior parte de suas variações, num patamar maior do que 80%.
- 172 Choques passados no câmbio também explicam, em grande medida, suas variações previstas (mais de 96% ao longo do tempo).
- 173 Os resultados desta seção também foram obtidos através da utilização do *software* econométrico EViews 4.1.

- 174 Como a série IAFSA é  $I(0)$ , não há possibilidade de co-integração com as demais séries e utiliza-se diretamente o teste de Granger padrão.
- 175 Da mesma forma que o PIB, o comportamento passado dos juros explica a maior parte de suas variações, num patamar de 75%.
- 176 Choques passados no câmbio também explicam, em grande medida, suas variações previstas (em torno de 82% ao longo do tempo).
- 177 Controles de capitais seriam instrumentos muito flexíveis, podendo ser dosados conforme a natureza do problema cambial. Por exemplo, se a pressão cambial é identificada como decorrendo do comportamento de residentes, o BC pode retardar a autorização para investimentos no exterior; se provier do comportamento de tesouraria de instituições financeiras domésticas, podem-se reduzir os limites para posição comprada de câmbio; se provier das linhas de comércio, o BC pode reduzir prazos máximos de cobertura cambial ou proibir o pagamento antecipado de importações. Enfim, há um leque de possibilidades administrativas ao alcance da autoridade monetária como instrumentos para o gerenciamento das contas externas.
- 178 Uma característica positiva da adoção desse tipo de controle está na sua maior eficiência em comparação com outras medidas administrativas diretas – como proibições ou limites quantitativos –, dado que permitiriam a adesão e não o confronto do mercado [Carvalho e Sicsú (2004). Assim, acima de tudo, não se limita a liberdade dos agentes para transacionar com o exterior, diferentemente dos controles ou restrições diretas utilizados no passado.
- 179 Trata-se de procedimento prévio para utilização do teste de Granger, definido conforme a existência de co-integração entre as variáveis ou não.



## Referências bibliográficas

---

- ALMEIDA, J. O. *Evolução dos controles cambiais no Brasil*. Brasília: Faculdade de Estudos Sociais Aplicados, Universidade de Brasília, 1994 (Trabalho de Conclusão de Curso – Formação Plena).
- ALVES, A.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. *Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana*. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/crise%20cambial\\_instabilidade\\_financieira\\_e\\_reforma.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/crise%20cambial_instabilidade_financieira_e_reforma.pdf)>. Acesso em: 23 jun. 2005.
- ANDIMA – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO ABERTO. *CMN flexibiliza operações de hedge no exterior*. Disponível em: <<http://www.andima.com.br>>. Acesso em: 6 set. 2005.
- ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999.
- ARIDA, P. “Por uma moeda plenamente conversível”. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 23, n. 3, p. 151-54, jul./set. 2003a.
- \_\_\_\_\_. “Ainda a conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 23, n. 3, p. 135-142, jul./set. 2003b.
- \_\_\_\_\_. *Aspectos macroeconômicos da conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro*. 2004. Disponível em: <<http://www.iepecdg.com>>. Acesso em: 3 dez. 2005.
- ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. *High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty*. Disponível em: <[http://www.iepecdg.com/DISK%201/pagina\\_bacha.html](http://www.iepecdg.com/DISK%201/pagina_bacha.html)>. Acesso em: 3 dez. 2005.
- ARIYOSHI, A. et al. *Capital controls: country experiences with their use and liberalization*. Washington, DC: IMF, 2000 (IMF Occasional Paper, 190)
- ARTETA, C.; EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C. *On the growth effects of capital account liberalization*. 2001. Disponível em: <[http://sapir.tau.ac.il/papers/sapir\\_conferences/Eichengreen\\_Wyplosz.pdf](http://sapir.tau.ac.il/papers/sapir_conferences/Eichengreen_Wyplosz.pdf)>. Acesso em: 27 abr. 2005.

- BACHA, E. L. "Latin America's reentry into private financial markets: domestic and international policy issues". *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 48, n. 4, p. 47-70, 1994.
- \_\_\_\_\_. "Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa". *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 23, n. 91, p. 143-150, jul./set. 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *O regime cambial brasileiro: evolução recente e perspectivas*. Brasília, nov. 1993.
- \_\_\_\_\_. *Consolidação das normas cambiais*. 2005a. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 18 jul. 2005.
- \_\_\_\_\_. *Resoluções, circulares e cartas-circulares*. 2005b. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/bc\\_atende/port/perguntasCambio.asp#5](http://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/perguntasCambio.asp#5)>. Acesso em: 24 jul. 2005.
- BEKAERT, G.; HARVEY, C. R.; LUNDBLAD, C. *Growth volatility and equity market liberalization*. Durham: Duke University, 2002 (Working Paper). Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=303175](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303175)>. Acesso em: 7 jun. 2005.
- BIANCARELI, A. M. *Liberalização financeira, fluxos de capital, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil (1989-2002)*. Faculdade de Economia, Universidade de Campinas, 2003 (Dissertação de Mestrado em Economia). Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br>>. Acesso em: 2 ago. 2005.
- \_\_\_\_\_. *Liberalização financeira e política econômica no Brasil recente: três momentos e duas visões*. Anais do "IX Encontro Nacional de Economia Política", Uberlândia, 2004. Disponível em: <<http://www.sep.org.br>>. Acesso em: 5 set. 2005.
- BHAGWATI, J. "The capital myth: the difference between trade in widgets and trade in dollars". *Foreign Affairs*, Palm Coast, n. 77, p. 7-12, 1998
- BORDO, M.; EICHENGREEN, B. *Crises now and then: what lessons from the last era of globalization?*. NBER, 2002 (Working Paper, 8.716). Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Acesso em: 15 dez. 2005.
- BUDNEVICH, C.; LEFORT, G. *Capital account regulation and macroeconomics policy: two latin american experiences*. Banco Central de Chile, 1997. Disponível em: <<http://www.bcentral.cl>>; <<ftp://wueconb.wustl.edu/econ-wp/mac/papers/9807/9807003.pdf>>; <<http://www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc/pdf/DTBC06A.PDF>> (partes A, B, C e D)>. Acesso em: 27 abr. 2005.
- CALVO, G.; REINHART, C. "Capital flow reversals, the exchange rate debate, and dollarization". *Finance and Development*, Washington, v. 36, p. 13-15, Sept.1999.

- \_\_\_\_\_. "Fear of floating". *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, v. 117, n. 2, p. 379-408, May 2002.
- CARDOSO, E. "Seminário de câmbio BM&F". *Revista Resenha BM&F*. São Paulo, n. 158, p. 15, 2003a.
- \_\_\_\_\_. Traveling light. 2003b. In [site de] Gustavo H. B. Franco. Publicado originalmente no *Valor*, 10 dez. 2003. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio/gfranco/Ecardoso.htm>>. Acesso em: 13 jan. 2005.
- CARDOSO, E.; GOLDFAJN, I. *Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls*. Washington: IMF Research Department, 1997. (Working Paper, 115). Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 14 fev. 2005.
- CARDOSO, C. de A.; VIEIRA, F. V. *Câmbio, inflação e juros na transição do regime cambial brasileiro: uma análise de vetores auto-regressivos e causalidade*. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia, 2005.
- CARNEIRO, R. "A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas". *Texto para Discussão*, IE/UNICAMP, Campinas, n. 90, p. 1-38, out. 1999.
- CARVALHO, F. C. de. "Controles de capitais: uma agenda de pesquisa". *Texto para discussão*, IE/UFRJ, Rio de Janeiro, s/n, 2005a. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda>>. Acesso em: 4 jun. 2005.
- \_\_\_\_\_. "Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basiléia". In: SOBREIRA, Rogério (org.). *Regulação financeira*. São Paulo: Atlas, 2005b. No prelo. Disponível em: <[www.ie.ufrj.br/moeda](http://www.ie.ufrj.br/moeda)>. Acesso em: 27 jun. 2005.
- CARVALHO, F. C. de; SICSÚ, J. "Controvérsias recentes sobre controles de capitais". *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 24, n. 94, p. 163-184, abr./jun. 2004.
- \_\_\_\_\_. *Três controles para os capitais*. 2005. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda>>. Acesso em: 22 jun. 2005.
- CASTRO, A. et al. *Relatório Junho/2005*. Disponível em: <[http://www.cbbsg.com.br/pdf\\_publicacoes/newsletter\\_CBBSG\\_no2.pdf](http://www.cbbsg.com.br/pdf_publicacoes/newsletter_CBBSG_no2.pdf)>. Acesso em: jun. 2005.
- CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. *Os fluxos de capitais internacionais para o Brasil desde os anos 90*. 2005. Disponível em: <[http://www.rls.org.br/publicue/media/Controle\\_Cintra\\_Prates.pdf](http://www.rls.org.br/publicue/media/Controle_Cintra_Prates.pdf)>. Acesso em: 26 jul. 2005.
- COOPER, R. "Should capital controls be banished?" *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, n. 1, p. 89-125, 1999. Disponível em: <<http://brookings.nap.edu/books/0815712596/html/90.html#pagetop>>. Acesso em: 27 abr. 2005.
- CUNHA, A. M. *Em busca da estabilidade perdida: explorando alguns limites para o ordenamento das finanças internacionais*. Anais do "XXXI Encontro Nacional de Economia", Anpec, 2003. São Paulo: Joaquim Pinto de Andrade, 2003. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2003/artigos/A43.pdf>>. Acesso em: 25 jul. 2005.

- \_\_\_\_\_. *Estratégias periféricas: sessenta anos depois do acordo de Bretton Woods*. Anpec, 2004a. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A013.pdf>>. Acesso em: 22 abr. 2005.
- \_\_\_\_\_. *Reformas na arquitetura financeira internacional: novidades no front?* Porto Alegre, 2004b, mimeo.
- CUNHA, A. M.; PRATES, D. M. *A instabilidade financeira nos anos 90: algumas implicações para as economias capitalistas periféricas*. Campinas, 1999, mimeo.
- DAVIDSON, P. "Are grains of sand in the wheels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required?" *Economic Journal*, Oxford, v. 107, n. 442, p. 671-86, May 1997.
- \_\_\_\_\_. *Financial markets, money and the real world*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2002.
- DEMIRGUÇ-KUNT, A; DETRAGIACHE, E. *Financial liberalization and financial fragility*. Washington: IMF, 1998 (IMF Working Paper, 98/83).
- DETRAGIACHE, E.; SPILIMBERGO, A. *Crisis and liquidity: evidence and interpretation*. Washington: International Monetary Fund (IMF Working Papers 01/2). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0102.pdf>>. Acesso em: 22 jun. 2005.
- DORNBUSCH, R. "Capital controls: an idea whose time is past". In: KENEN, P. (ed.). *Should the IMF pursue capital account convertibility?* Princeton: Princeton University Press, 1998, p. 16-24.
- EASTERLY, W.; ISLAM, R.; STIGLITZ, J. "Shaken and stirred: explaining growth volatility". In: Annual World Bank Conference on Development Economics, 12, 2000. *Annual World Bank Series of Development Economics*. Washington: The World Bank, 2000. Disponível em: <[www.worldbank.org/research/growth/padate.htm](http://www.worldbank.org/research/growth/padate.htm)>. Acesso em: 15 dez. 2005.
- EATWELL, J.; TAYLOR, L. "Liberalized capital markets and global economic performance". In: EATWELL, J.; TAYLOR, L. *Global finance at risk: the case for international regulation*. New York: The New Press, 2000, p. 121-157.
- EDISON, H. J. et al. *Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis*. Cambridge: The MIT Press, 2002a (NBER Working Paper, 9.100). Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Acesso em: 27 abr. 2005.
- \_\_\_\_\_. *International financial integration and economic growth*. Cambridge: The MIT Press, 2002b (NBER Working Paper, 9.164).
- EDWARDS, S. *How effective are capital controls?* Cambridge: The MIT Press, 1999 (NBER Working Paper, 7.413).
- \_\_\_\_\_. *Capital mobility and economic performance: are emerging economies different?* Cambridge: The MIT Press, 2001 (NBER Working Paper, 8.076).

- EICHENGREEN, B. "Taming capital flows". *World Development*, Québec, v. 28, n. 6, p. 1.105-1.116, June 2000.
- \_\_\_\_\_. "Capital account liberalization: what do cross-country studies tell us?" *The World Bank Economic Review*, Washington, v. 15, n. 3, p. 341-365, 2002.
- EICHENGREEN, B.; LEBLANG, D. *Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?* Cambridge: The MIT Press, 2002 (NBER Working Paper Series, 9.427).
- EICHENGREEN, B.; TOBIN, J.; WYPLOSZ, C. "Two cases for sand in the wheels of international finance". *The Economic Journal*, Oxford, v. 105, p. 162-172, 1995.
- EICHENGREEN, B. et al. "Liberalizing capital movements: some analytical issues". *Economic Issues*, Washington, n. 17, Feb. 1999. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues17/>>. Acesso em: 27 abr. 2005.
- FACHIN, O. *Fundamentos de metodologia*. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2001.
- FARHI, M. "Repercussões da política monetária". *Política Econômica em Foco*, Campinas, n. 6, p. 77-99, maio/out. 2005.
- FAMA, E. "Banking in theory of finance". *Journal of Monetary Economics*, Québec, v. 6, p. 39-57, 1980.
- FAVA, V. L. "Análise de séries de tempo". In: VASCONCELLOS, M. A. S.; ALVES, D. (org.). *Manual de econometria: nível intermediário*. São Paulo: Atlas, 2000, p. 79-92.
- FERRARI FILHO, F. et al. "Uma avaliação crítica da proposta de conversibilidade plena do real". *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 25, n. 1, p. 133-151, jan./mar. 2005.
- FISCHER, S. *How to avoid international financial crisis and the role of the International Monetary Fund*. Preparado para o "15<sup>th</sup> Annual Cato Institute Monetary Conference", Oct. 14, 1997, Washington, DC. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/speeches/1997/101497.htm>>. Acesso em: 16 jun. 2005.
- \_\_\_\_\_. *Financial crises and reform of the international financial system*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2002 (Working Paper, 9.297). Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Acesso em: 15 jun. 2005.
- FORBES, K. *Capital controls: mud in the wheels of market discipline*. Cambridge: The MIT Press, 2004 (NBER Working Paper, 10.284).
- FRANCO, G. *O regime cambial e a conta capital no Brasil*. Rio de Janeiro: PUC, 1992.
- \_\_\_\_\_. *O desafio brasileiro: Ensaio sobre desenvolvimento, globalização e moeda*. Rio de Janeiro: Editora 34, 1999e.
- \_\_\_\_\_. "Maturidade institucional no regime cambial". In [site de] Gustavo H. B. Franco, 1999a. Publicado originalmente em *O Estado de S. Paulo*, 14 mar.

1999. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a2.htm>>. Acesso em: 13 jan. 2005.
- \_\_\_\_\_. “Oficial, paralelo e o bicho”. In [site de] Gustavo H. B. Franco, 1999b. Publicado originalmente em OESP e *Jornal do Brasil*, 21 nov. 1999. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a38.htm>>. Acesso em: 13 jan. 2005.
- \_\_\_\_\_. “Quanta fantasia!” In [site de] Gustavo H. B. Franco, 1999c. Publicado originalmente em *Veja*, 18 abr. 1999. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/krug.htm>>. Acesso em: 22 jun. 2005.
- \_\_\_\_\_. “Conversibilidade: o que está por vir?” 1999d. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/t5.htm>>. Acesso em: 13 jan. 2005.
- \_\_\_\_\_. “O risco Brasil: por que tão alto?” In [site de] Gustavo H. B. Franco, 2000a. Publicado originalmente em *O Estado de S. Paulo* e *Jornal do Brasil*, 27 ago. 2000. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/>>. Acesso em: 16 jan. 2005.
- \_\_\_\_\_. “Pequena história do câmbio no Brasil”. In [site de] Gustavo H. B. Franco, 2000b. Publicado originalmente em *O Estado de S. Paulo* e *Jornal do Brasil*, 23 abr. 2000. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a60.htm>>. Acesso em: 13 jan. 2005.
- \_\_\_\_\_. “Controles cambiais 2: por dentro do BC”. 2000c. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/t10%20.htm>>. Acesso em: 16 jan. 2005.
- \_\_\_\_\_. “O oficial e o paralelo”. *Veja*, São Paulo, n. 1.812, p. 31, 23 jul. 2003.
- FRANCO, G.; PINHO NETO, D. *A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias*. 2004. Versão finalíssima de 18 jun. 2004. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/>>. Acesso em: 16 jan. 2005.
- FREITAS, M. C. P. de; PRATES, D. M. “A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências”. *Economia & Sociedade*, Campinas, v. 17, p. 81-111, 2001.
- GIANNETTI, R. da F.; GAROFALO FILHO, E. “É tempo de mudar a legislação cambial brasileira”. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, Rio de Janeiro, v. 83, p. 9-14, 2005. Disponível em: <<http://www.funcex.com.br/bases/83-Câmbio-RGF.pdf>>. Acesso em: 8 set. 2005.
- GRANGER, C. W. J.; HUANG, B.-N.; YANG, C. W. *A bivariate causality between stock prices and exchange rates: Evidence from recent Asia*. San Diego: University of California, Department of Economics, 1998 (Discussion Paper 98/09).
- GRILLI, V.; MILESI-FERRETTI, G. M. “Economic effects and structural determinants of capital controls”. *IMF Staff Papers*, Washington, DC, v. 42, n. 3, p. 517-551, 1995.
- HELLEINER, E. *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

- HERMANN, J. "O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: 'restatement' ou autocrítica?" *Texto para Discussão*, IE/UFRJ, Rio de Janeiro, n. 1, p. 1-34, 2002a. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/publicacoes/discussao/o\\_modelo\\_de\\_liberalizacao\\_financeira\\_dos\\_anos\\_1990.pdf](http://www.ie.ufrj.br/publicacoes/discussao/o_modelo_de_liberalizacao_financeira_dos_anos_1990.pdf)>. Acesso em: 15 dez. 2005.
- \_\_\_\_\_. "Sistematização do debate sobre 'desenvolvimento e estabilidade'". In: CASTRO, A. C. (org.). *Desenvolvimento em debate*: painéis do desenvolvimento brasileiro. Rio de Janeiro: Mauad. BNDES, 2002b, v. 1, cap. 1, p. 15-30. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro\\_debate/2-Desenv&Estab.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro_debate/2-Desenv&Estab.pdf)>. Acesso em: 15 dez. 2005.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Exchange arrangements and exchange restrictions, annual report*. Washington, D.C.: IMF, 2003.
- IPEA – INSTITUTO DE PESQUISAS APLICADAS. 2005. Conteúdo disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: 15 dez. 2005.
- KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. L. "The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems". *American Economic Review*, Nashville, TN, v. 89, n. 3, p. 473-500, 1999.
- KAMINSKY, G. L.; SCHMUKLER, S. L. *Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization*. Washington, D.C.: World Bank, 2002.
- KINDLEBERGER, C. P. *The world in depression: 1929-1939*. Berkeley, CA: University of California Press, 1986.
- KLEIN, M. *Capital account openness and the varieties of growth experience*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2003 (Working Paper Series, WP 9.500).
- KLEIN, M.; OLIVEI, G. *Capital account liberalization, financial depth and economic growth*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999 (NBER Working Paper, 7.384). Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Acesso em: 23 jun. 2005.
- KOSE, M. A.; PRASAD, E. "Liberalizing capital". *Finance & Development*, Washington, DC, v. 41, n. 3, p. 50-51, 2004.
- KOSE, M. A.; PRASAD, E. S.; TERRONES, M. E. *Financial integration and macroeconomic volatility*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2003. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0350.pdf>>. Acesso em: 7 jun. 2005.
- KREGEL, J. A. "Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais". *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, p. 29-49, dez. 1996.
- KUNT, A.; DETRAGIACHE, E. "Financial liberalisation and financial fragility". In: Annual Bank Conference on Development Economics, Washington, 1998. *Proceed-*

- ings of Annual Bank Conference on Development Economics*. Washington, DC: World Bank, 1998, p. 20-21.
- LEITE, J.; CARDOSO, C. "Na Fiesp, Meirelles defende reforma cambial". *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. C3, 15 mar. 2005.
- LÉLIS, M. T. C. *Um modelo de investimento aplicado ao Brasil*. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005 (Dissertação de Mestrado em Economia).
- LOUNGANI, P.; MODY, A.; RAZIN, A. "The global disconnect: the role of transactional distance and scale economies in gravity equations". *Scottish Journal of Political Economy*, Edimburgo, v. 49: 526-543, 2002.
- LOYOLA, G. "Legislação cambial necessita de urgente reforma". *Valor*, São Paulo, Primeiro Caderno, p. a11, 5 maio 2003.
- \_\_\_\_\_. "Câmbio: os caminhos rumo à liberalização". *Valor*, São Paulo, Primeiro Caderno, p. a11, 21 jul. 2004.
- \_\_\_\_\_. "Revisão do câmbio deve ser profunda". *OESP*, São Paulo, Caderno Economia, p. b2, 16 jan. 2005.
- MARINHO, H. J. M. *Ajuste do balanço de pagamentos e o controle cambial: a experiência brasileira de 1980 a 2000*. Fortaleza: Fundação Educacional Edson Queiroz, Universidade de Fortaleza, 2002 (Dissertação de Mestrado em Negócios Internacionais).
- McHALE, J. *Capital account convertibility and capital controls in emerging market countries: some themes from the first meeting*. Cambridge: Harvard University, 1998. Disponível em: <[http://www.nber.org/crisis/capital\\_report.html](http://www.nber.org/crisis/capital_report.html)>. Acesso em: 13 maio 2005.
- MENDONÇA, H. F.; PIRES, M. C. de C. *Consequências da liberalização da conta de capitais para a inflação brasileira: a experiência durante o regime de câmbio fixo*. Anais do "XXXII Encontro Nacional de Economia". João Pessoa: Anpec, 2004, p. 57-91.
- MINELLA, A.; GOLDFAJN, I. *Capital flows and controls in Brazil: what we have learned?* Brasília: National Bureau of Economic Research, 2005 (Working Paper, 11.640). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w11640>>. Acesso em: 21 nov. 2005.
- MIRANDA, M. C. *Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil: janeiro de 1982 a janeiro de 1999*. Brasília: Faculdade de Economia, Universidade de Brasília, 1999 (Dissertação de Mestrado em Economia). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 10 jul. 2005.
- MOLLO, M. de L. R.; SILVA, M. L. F. A liberalização do câmbio no Brasil: revisitando a discussão dos pressupostos teóricos embutidos nas prescrições cambiais alternativas. Encontro Nacional de Economia Política, 4, 1999, Porto Alegre. Anais



- do "IV Encontro Nacional de Economia Política", São Paulo, Sociedade de Economia Política, 1999, p. 122-150. Disponível em: <[http://www.sep.org.br/eventos.asp?evento=s\\_quatro](http://www.sep.org.br/eventos.asp?evento=s_quatro)>. Acesso em: 9 maio 2005.
- MOREIRA, A. "Aperfeiçoamento técnico vai continuar, diz Meirelles". *Valor*, São Paulo, p. a10, 7 mar. 2005.
- MOTTA, A. P. G. *A evolução histórica do controle cambial no Brasil na década de 90 e os impactos sobre o Plano Real*. Belo Horizonte: Faculdade de Ciências Econômicas, Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, 2003 (Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Economia).
- OLIVEIRA, V. R. de. *Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil: julho de 1994 a janeiro de 1999*. Belo Horizonte: Faculdade de Ciências Econômicas, Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, 2003 (Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Economia).
- ONO, F. H. et al. *Conversibilidade da conta de capitais e seus desdobramentos: evidências a partir da experiência recente da economia brasileira e mundial*. 2004. Disponível em: <<http://www.joseluisoreiro.ecn.br>>. Acesso em: 13 jan. 2005.
- OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SILVA, G. J. "Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha". *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 24, n.2, p. 223-237, abr./jun. 2004.
- PATTERSON, K. *An introduction to applied econometrics: a time series approach*. Nova York: St. Martin's Press, 2000.
- PAULA, L. F. R. de. "Controle de capitais: lições para o Brasil". In: BENECKE, D. *Opções de política econômica para o Brasil*. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer, 2003, p. 435-455. Disponível em: <[www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/controle\\_de\\_capitais\\_licoes.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/controle_de_capitais_licoes.pdf)>. Acesso em: 15 mar. 2005.
- PEREIRA, L. C. B. "A China vai se curvar?" *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 1 ago. 2005. Opinião Econômica. Disponível em: <<http://www.andima.com.br>>. Acesso em: 1 ago. 2005.
- PEREIRA, L. C. B.; NAKANO, Y. "Crescimento econômico com poupança externa?" *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 23, n. 2, p. 3-27, 2003.
- PINHEIRO NETO, A. *O capital estrangeiro no Brasil*. 2005. Disponível em: <[www.pinheironeto.com.br](http://www.pinheironeto.com.br)>. Acesso em: 16 fev. 2006.
- PIRES, M. C. de C. "O efeito da liberalização da conta capital sobre a política fiscal: evidências para o caso brasileiro recente (1995-2000)". *Texto para Discussão*, Ipea, Brasília, n. 1.061, p. 1-49, dez. 2004. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>> ou <[www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/efeitodaliberalizacaodaconta.doc](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/efeitodaliberalizacaodaconta.doc)>. Acesso em: 28 jul. 2005.
- PRASAD, E. et al. *Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2003.

- \_\_\_\_\_. *Financial globalization, growth and volatility in developing countries*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2004 (NBER Working Paper, 10.942). Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Acesso em: 27 abr. 2005.
- PRATES, D. "A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais". *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 19, n. 73, p. 72-98, jan./mar. 1999.
- QUINN, D. P. "The correlates of changes in international financial regulation". *American Political Science Review*, Washington, DC, n. 91, p. 531-551, 1997.
- RAMEY, G.; RAMEY, V. "Volatility and growth". *American Economic Review*, Nashville, TN, v. 85, n. 3, p. 559-586, 1995.
- RAZIN, A.; ROSE, A. K. *Business-cycle volatility and openness: an exploratory cross-sectional analysis*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1994 (NBER Working Paper Series, 4.208). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w4208.pdf>>. Acesso em: 7 jun. 2005.
- RODRIK, D. *Who needs capital account convertibility?* Cambridge: Harvard University, 1998. Disponível em: <<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksgh/papers.html>>. Acesso em: 8 jan. 2005.
- ROGOFF, K. *Are there limits to financial globalization?* México: Cide, 2004. Disponível em: <[http://www.cide.edu/30\\_anios/Rogoff\\_CIDE\\_v1.pdf](http://www.cide.edu/30_anios/Rogoff_CIDE_v1.pdf)>. Acesso em: 27 jul. 2005.
- ROSSI, M. *Financial fragility and economic performance in developing economies: Do capital controls, prudential regulation and supervision matter?* Washington, DC: International Monetary Fund, 1999 (Working Paper, 99/66). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs>>.
- SCHNEIDER, B. *Issues in capital account convertibility in developing countries*. Londres: Overseas Development Institute, 2000.
- SICSÚ, J. *Mais um passo liberalizante: comentários sobre as novas normas cambiais*. Versão 11.3.2005. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda>>. Acesso em: 1 set. 2005.
- SIQUEIRA, G. M. *Evolução cambial no Brasil: 1980 a 1993*. Brasília: UnB, 1993.
- SINGH, A. *Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development*. Cambridge: ESRC Centre for Business Research, 2002. (Working Paper, 245). Disponível em: <<http://www.cbr.cam.ac.uk/publications/index.html>>. Acesso em: 15 dez. 2005.
- SOIHET, E. *Índice de controle de capitais: uma análise da legislação e dos determinantes do fluxo de capital no Brasil no período 1990-2000*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2002 (Dissertação de Mestrado em Economia). Disponível em: <<http://www.epge.fgv.br/portal/pesquisa/projetos/2002.html>>. Acesso em: 14 fev. 2005.

- STEVENSON, W. J. *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Harbra, 2001.
- STIGLITZ, J. "Capital market liberalization, economic growth, and instability". *World Development*, Washington, v. 28, n. 6, p. 1.075-1.086, 2000.
- STOCK, J.; WATSON, M. *Econometria*. São Paulo: Addison Wesley, 2004.
- STUDART, R. "Financial opening and deregulation in Brazil in the 1990s: Moving towards a new pattern of development financing". *Quarterly Review of Economics and Finance*, Stamford, Elsevier Science, v. 40, n. 1, p. 25-44, 2000.
- TAMIRISA, N. "Capital controls". *IMF Research Bulletin*, Washington, v. 2, n. 4, p. 2-6, 2001. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 15 dez. 2005.
- TARULLO, D. K. "Comments and discussion (on Should capital controls be banished?)". *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, n. 1, p. 126-38, 1999.
- TOBIN, J. "A proposal for monetary reform". *Eastern Economic Journal*, New Rochelle, NY, v. 4, n. 3-4, p. 153-9, July/Oct. 1978.
- \_\_\_\_\_. "Financial liberalization". *World Development*, Washington, DC, v. 28, n. 6, p. 1.101-1.104, 2000.
- UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. *Trade and Development Report 2004*, Genebra, 2004. Disponível em: <<http://www.uncatd.org>>. Acesso em: 15 dez. 2005.
- VERÍSSIMO, M. P.; BRITO, M. H. de. *Liberalização da conta capital e fluxos de portfólio para o Brasil no período recente*. Encontro Nacional de Economia, 32, 2004, João Pessoa. Anais do "XXXII Encontro Nacional de Economia". João Pessoa: Anpec, 2004, p. 133-162. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos>>. Acesso em: 12 jan. 2006.
- WILLIAMSON, J.; DRABEK, Z. *Whether and when to liberalize capital account and financial services*. Washington, DC: World Trade Organization, Economic Research and Analysis Division; Washington, DC: The World Bank, 1999 (Staff Working Paper, ERAD-99-03).
- ZINI JUNIOR, A. A. *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil*. 2.ed. São Paulo: Editora da USP, 1993.



## Apêndice A. Séries temporais (1990:1-2005:2)

<i>DATA</i>	<i>ICC</i>	<i>PIB</i>	<i>TXNOM</i>	<i>CANOM</i>	<i>TXIPCA</i>	<i>CAIPCA</i>
1T 1990	4	100,00	317,25	100,00	(22,30)	100,00
2T 1990	6	93,85	19,78	207,78	(13,76)	101,45
3T 1990	13	98,70	46,21	282,54	0,26	103,96
4T 1990	14	96,04	71,50	492,74	8,40	125,31
1T 1991	18	92,94	40,93	852,37	(13,61)	129,65
2T 1991	26	98,66	32,55	1.087,58	5,70	120,77
3T 1991	29	101,92	55,82	1.492,11	3,68	116,85
4T 1991	29	98,52	118,79	3.015,65	17,48	140,80
1T 1992	31	97,55	110,81	5.933,99	10,91	145,90
2T 1992	35	97,10	89,43	10.538,74	5,23	146,03
3T 1992	38	97,02	102,43	18.860,74	9,15	149,93
4T 1992	37	98,22	104,01	36.224,08	6,19	145,43
1T 1993	37	100,56	112,64	71.882,37	2,57	138,78
2T 1993	30	102,59	125,39	150.479,96	6,23	142,84
3T 1993	30	103,08	145,24	339.216,70	3,99	140,58
4T 1993	28	102,82	168,85	840.979,19	8,22	141,37
1T 1994	25	104,62	196,80	2.259.361,08	4,89	138,78
2T 1994	25	105,04	226,49	6.595.699,51	7,76	140,17
3T 1994	28	109,31	15,59	9.801.156,26	4,62	118,06
4T 1994	21	114,06	11,94	9.222.629,67	4,31	104,98
1T 1995	29	114,78	11,29	9.365.807,73	6,67	102,31
2T 1995	30	113,19	13,07	9.880.376,61	5,14	105,87
3T 1995	30	111,17	11,61	10.260.852,33	6,91	102,80
4T 1995	30	112,21	9,00	10.507.234,89	4,30	101,65
1T 1996	28	112,74	7,32	10.690.023,13	4,46	98,30
2T 1996	28	114,25	6,18	10.853.914,77	2,38	96,59

continua

DATA	ICC	PIB	TXNOM	CANOM	TXIPCA	CAIPCA
3T 1996	34	118,36	5,91	11.045.787,91	4,14	96,64
4T 1996	35	118,09	5,57	11.239.114,64	4,43	97,27
1T 1997	36	118,02	5,13	11.442.979,85	2,86	94,38
2T 1997	41	119,20	4,93	11.642.484,31	3,03	93,77
3T 1997	41	120,70	4,86	11.854.707,63	4,58	93,83
4T 1997	43	120,78	7,88	12.068.384,54	6,99	95,81
1T 1998	43	118,47	7,16	12.285.332,01	5,56	94,81
2T 1998	46	121,27	5,02	12.514.998,35	4,23	96,15
3T 1998	49	120,93	5,77	12.770.102,41	6,68	98,79
4T 1998	49	118,68	8,19	13.036.835,15	7,94	104,55
1T 1999	50	119,45	8,10	19.305.054,51	5,07	149,61
2T 1999	52	120,25	6,16	18.689.461,51	5,06	139,94
3T 1999	57	120,61	4,79	20.274.231,91	2,76	149,79
4T 1999	59	122,76	4,43	20.866.930,96	1,62	151,62
1T 2000	62	124,76	4,42	19.336.306,58	3,41	136,79
2T 2000	65	125,68	4,24	19.639.378,92	3,56	136,37
3T 2000	69	126,09	3,99	19.791.278,50	0,78	132,56
4T 2000	72	127,51	3,75	21.043.904,86	2,67	137,91
DATA	ICC	PIB	TXNOM	CANOM	TXIPCA	CAIPCA
1T 2001	73	129,24	3,58	21.968.747,94	2,13	149,19
2T 2001	74	128,10	3,84	24.948.959,37	2,29	165,85
3T 2001	80	126,81	4,49	27.793.624,05	2,11	181,36
4T 2001	80	126,38	4,38	27.785.265,94	2,13	177,68
1T 2002	81	128,77	4,21	25.961.380,91	2,68	155,92
2T 2002	82	129,19	4,29	27.308.490,26	2,81	160,93
3T 2002	85	130,68	4,42	34.110.901,89	1,80	201,36
4T 2002	86	131,66	5,01	40.003.369,68	(1,46)	227,16
1T 2003	88	130,07	5,68	38.069.739,02	0,52	218,04
2T 2003	89	129,93	5,80	32.551.569,21	4,31	187,35
3T 2003	91	130,32	5,64	31.997.390,16	4,26	183,24
4T 2003	94	132,80	4,42	31.617.641,23	3,23	183,66
1T 2004	96	135,43	3,78	31.570.399,74	1,89	190,76
2T 2004	98	136,45	3,68	33.198.050,88	2,05	197,29
3T 2004	102	138,06	3,88	32.454.179,06	1,90	190,79
4T 2004	103	139,02	4,00	30.369.375,62	1,96	180,81
1T 2005	106	139,56	4,19	29.055.335,32	2,35	172,90
2T 2005	106	141,54	4,57	27.056.656,76	3,18	158,13

Fontes: ICC (cálculo próprio, explicitado na seção 3.1); PIB e índice de inflação IPCA (IBGE); Taxa de juros e câmbio (BC).

## Apêndice B. Cálculo do IAF

<i>Período trimestre</i>	<i>Fluxos totais (USD milhões)</i>	<i>PIB trim (USD milhões)</i>	<i>IAF (%)</i>
1990 T1	3.189,00	112.083,00	2,85
1990 T2	2.255,90	111.741,00	2,02
1990 T3	1.328,30	125.435,00	1,06
1990 T4	3.588,40	120.058,00	2,99
1991 T1	2.181,40	89.331,00	2,44
1991 T2	2.590,30	102.486,00	2,53
1991 T3	2.222,00	110.292,00	2,01
1991 T4	2.876,50	103.577,00	2,78
1992 T1	6.893,10	90.851,00	7,59
1992 T2	5.783,70	96.252,00	6,01
1992 T3	3.306,70	100.967,00	3,28
1992 T4	19.407,50	99.225,00	19,56
1993 T1	7.111,20	99.407,00	7,15
1993 T2	9.472,30	107.705,00	8,79
1993 T3	13.247,90	112.898,00	11,73
1993 T4	19.711,10	109.675,00	17,97
1994 T1	18.434,60	123.338,00	14,95
1994 T2	95.475,30	131.585,00	72,56
1994 T3	19.013,80	142.938,00	13,30
1994 T4	25.462,30	145.226,00	17,53
1995 T1	22.027,50	170.381,00	12,93
1995 T2	22.551,10	176.353,00	12,79
1995 T3	27.988,90	181.025,00	15,46
1995 T4	29.210,50	177.690,00	16,44
1996 T1	24.797,10	178.022,00	13,93
1996 T2	25.565,20	191.335,00	13,36

continua

<i>Período trimestre</i>	<i>Fluxos totais (USD milhões)</i>	<i>PIB trim (USD milhões)</i>	<i>IAF (%)</i>
1996 T3	17.667,70	205.986,00	8,58
1996 T4	32.081,90	200.131,00	16,03
1997 T1	22.341,50	189.155,00	11,81
1997 T2	39.329,10	202.324,00	19,44
1997 T3	35.325,20	211.448,00	16,71
1997 T4	47.909,90	204.887,00	23,38
1998 T1	41.878,30	185.668,00	22,56
1998 T2	37.331,90	200.584,00	18,61
1998 T3	56.415,20	206.160,00	27,36
1998 T4	37.676,40	195.477,00	19,27
1999 T1	41.609,60	125.817,00	33,07
1999 T2	40.346,70	134.948,00	29,90
1999 T3	27.246,20	138.833,00	19,63
1999 T4	40.787,00	136.955,00	29,78
2000 T1	30.866,70	142.275,00	21,70
2000 T2	35.660,40	151.195,00	23,59
2000 T3	53.099,40	155.541,00	34,14
2000 T4	28.697,20	153.195,00	18,73
2001 T1	27.634,70	123.831,00	22,32
<i>Período trimestre</i>	<i>Fluxos totais (USD milhões)</i>	<i>PIB trim (USD milhões)</i>	<i>IAF (%)</i>
2001 T2	37.389,80	128.841,00	29,02
2001 T3	26.909,10	130.412,00	20,63
2001 T4	26.868,10	126.712,00	21,20
2002 T1	22.111,00	108.909,00	20,30
2002 T2	30.787,90	115.234,00	26,72
2002 T3	23.378,30	118.540,00	19,72
2002 T4	22.300,80	116.698,00	19,11
2003 T1	16.898,80	121.278,00	13,93
2003 T2	22.044,70	126.472,00	17,43
2003 T3	24.894,70	129.817,00	19,18
2003 T4	30.919,90	129.216,00	23,93
2004 T1	24.492,00	143.252,00	17,10
2004 T2	25.141,30	150.953,00	16,66
2004 T3	41.751,20	156.115,00	26,74
2004 T4	35.498,40	153.674,00	23,10
2005 T1	31.518,90	176.925,00	17,81
2005 T2	39.006,60	189.974,00	20,53

Fonte: Elaboração do autor.



## Apêndice C. Resultados dos testes de co-integração bivariada entre as variáveis do VAR<sup>179</sup>

Regressão co-integrante:  $y_t = \beta_1 + \beta_2 \cdot x_t + e_t$

Resultado da estatística-t,  $\beta_1$  e do  $\beta_2$  para a relação co-integrante:

	<i>LNICC</i> ( $x_t$ )	<i>LNCANOMSA</i> ( $x_t$ )	<i>TXNOMSA</i> ( $x_t$ )
<i>LNPIB</i> ( $y_t$ )	$\beta_1 = 4,27$ (160,3) $\beta_2 = 0,14$ (20,9)	$\beta_1 = 2,70$ (16,9) $\beta_2 = 0,13$ (13,2)	Série I(0), não co-integra
<i>LNCANOMSA</i> ( $y_t$ )	$\beta_1 = 12,8$ (69,1) $\beta_2 = 0,97$ (21,3)	–	Série I(0), não co-integra

Teste de estacionariedade nos resíduos das equações co-integrantes

<i>Séries dos Resíduos das Equações*</i>	<i>T-estatístico</i>	<i>Valores Críticos**</i>	<i>SIG***</i>
<i>LNPIB</i> = f( <i>LNICC</i> ) (c) (0)	-3,018	5% = -3,4813	NCO
<i>LNPIB</i> = f( <i>LNCANOMSA</i> ) (c) (1)	-1,551	5% = -3,9494	NCO
<i>LNCANOMSA</i> = f( <i>LNICC</i> ) (c) (0)	-2,539	5% = -3,4813	NCO

\* – o resíduo estimado pela equação (1)

c – representa adição de uma constante na especificação do modelo de caracterização da raiz unitária. Os valores entre parênteses caracterizam o número de diferenças defasadas utilizadas na equação de regressão.

\*\* – valores críticos tabelados para o teste de co-integração com base em MacKinnon's [Patterson (2000, p. 372)].

\*\*\* – CO – não rejeita a hipótese de estacionariedade dos resíduos (as séries são co-integradas).

NCO – rejeita a hipótese de estacionariedade dos resíduos (as séries não são co-integradas).

(Ho: Há raiz unitária nos resíduos).



## Anexo

---

### Legislação 2001-2005

2001

Obs.: 1.360 documentos satisfazem sua pesquisa no período de 2.1.2001 a 31.12.2001.

CIRCULAR 3.024, de 18.1.2001 (Secre) – Autoriza a constituição de grupos de consórcio referenciados em serviços turísticos internacionais; Sentido: liberalizante; Normas relacionadas: revoga a Resolução 2.796 (23.12.1997); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.025, de 24.1.2001 (Secre) – Estabelece critérios aplicáveis às operações de arrendamento mercantil externo (“*leasing*”) – Resolução 1.969, de 1992; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Resolução 1.969 (30.9.1992); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

RESOLUÇÃO 2.815, de 24.1.2001 (Secre) – Altera o art. 2º da Resolução 2.099, de 1994, que dispõe sobre a observância dos padrões de capital e/ou patrimônio líquido de que tratam os Anexos II e IV à referida Resolução e revoga o art. 17 do Regulamento Anexo III, permitindo às instituições financeiras sob controle direto ou indireto de capital estrangeiro a abertura de agências; Sentido: liberalizante; Normas relacionadas: Resolução 2.099 (17.8.1994); Conta de balanço: investimento direto; *Flow: in*.

CARTA-CIRCULAR 2.955, de 21.2.2001 (Decam) – Altera o título 15 do Regulamento de importação – Multa diária sobre operações de importação; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: não revoga nada. Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*; (revogada pela Resolução 3.280/05).

CARTA-CIRCULAR 2.957, de 22.2.2001 (Decam) – Altera o título 7 (Afega-nistão) do Regulamento sobre Países com Disposições Cambiais Especiais Talibãs/Osama bin Laden; Sentido: restritiva (Atende a sanções estabelecidas por Resolução da ONU); Normas relacionadas: Decreto 3.755 (19.2.2001); Conta de balanço: afeta todo o fluxo de capital; *Flow: in/out*; (revogada pela Circular 3280/05).

CIRCULAR 3.027, de 22.2.2001 (Secre) – Programa Nacional de Desburocratização institui e regulamenta o Registro Declaratório Eletrônico (RDE) de empréstimos entre residentes ou domiciliados no país e residentes ou domiciliados no exterior e de captação de recursos no exterior com vínculo a exportações (atualizações: Carta-Circular 2.985/01; Circulares: 3.250/04; 3258/04; 3271/04); Sentido: liberalizante; Normas relacionadas: Resoluções 2.770 (30.8.2000) e 2.337 (28.11.1996); Conta de balanço: empréstimos/financiamentos; *Flow: in*.

CIRCULAR 3.037, de 1/6/2001 (Secre) – Altera o Regulamento do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes; Sentido: liberalizante (permite modalidade e transferência de investimento brasileiro no exterior); Normas relacionadas: altera o título 7 do MTCF (CNC); Conta de balanço: investimento direto; *Flow: out* (revogada pela Resolução 3.280/05).

CARTA-CIRCULAR 2.964, de 1.6.2001 (Decec) – Altera o horário para registros no Sisbacen relativos às operações de câmbio; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: afeta todo o fluxo de capital; *Flow: in/out*.

CIRCULAR 3.039, de 13.6.2001 (Secre) – Divulga a realização do Censo 2001 de Capitais Estrangeiros no país; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Resolução 2.275 (30.4.1996); Conta de balanço: portfólio/investimento direto; *Flow: in*.

CIRCULAR 3.043, de 29.6.2001 (Secre) – Altera o Regulamento sobre o Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Resolução 2.650 (27.12.1995); Conta de balanço: afeta todo o fluxo; *Flow: in/out*.

RESOLUÇÃO 2.845, de 3.7.2001 (Secre) – Autoriza a International Finance Corporation (IFC) a emitir no mercado de valores mobiliários brasileiro obrigações representativas dos investimentos previstos no Decreto 41.724, de 1957; Sentido: liberalizante; Normas relacionadas: Decreto 41.724 (25.6.1957); Conta de balanço: portfólio; *Flow: in*.

DECISÃO-CONJUNTA 9, de 20.7.2001 (Secre) – Autoriza a intermediação de operações no mercado de câmbio de taxas livres por parte das sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; Sentido: liberalizante; Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in/out*.

RESOLUÇÃO 2.883, de 30.8.2001 (Secre) – Define critérios para a aplicação de penalidades relacionadas ao fluxo de capitais estrangeiros; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: revoga a Resolução 2.275/96; Conta de balanço: atinge todo o fluxo de capital; *Flow: in/out*.

CIRCULAR 3.055, de 9.8.2001 (Secre) – Prorroga o prazo para entrega de declarações do Censo 2001 de Capitais Estrangeiros no país; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: portfólio/investimento direto; *Flow: in*.

MEDIDA PROVISÓRIA 2.224, de 4.9.2001 (reeditada várias vezes) – Estabelece multa relativa a informações sobre capitais brasileiros no exterior. Altera valor de multa na Lei 4.131/62 (art. 58) e Lei 90.669/95 (art. 67) para o valor máximo de R\$ 250 mil (a previsão anterior dada pela Lei 9.069/95 era de R\$ 100 mil); Sentido: restritiva; Normas relacionadas: Lei 4.131/62 (art. 58); Lei 9.069/95 (art. 67); Conta de balanço: portfólio/investimento; *Flow: out*.

CARTA-CIRCULAR 2.973, de 6.9.2001 (Secre) – Altera o Regulamento sobre Contrato de Câmbio e Classificação de Operações do Mercado de Câmbio de Taxas Livres; Sentido: regulamentar (altera redação do título 14, seção V, da CNC – conversão de créditos); Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in/out* (revogada pela Circular 3.280/05).

CARTA-CIRCULAR 2.974, de 12.9.2001 (Decec) – Revoga normativos da área de câmbio; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: revoga 28 cartas-circulares Gecam e 19 cartas-circulares, dada a matéria estar insubsistente ou regulada em normas posteriores; *Flow: in/out*.

COMUNICADO 8.835, de 12.9.2001 (Decec) – Revoga normativos da área de câmbio; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: revoga 42 comunicados Ficom, 67 comunicados Gecam, 87 comunicados Decam, Comunicado conjunto Firce 198 e Decam 991, dada a matéria estar insubsistente ou regulada posteriormente; *Flow: in/out*.

CARTA-CIRCULAR 2.978, de 20.9.2001 (Decec) – Divulga encerramento do Ajuste Interbancário celebrado entre o Banco Central do Brasil e o Hungarian Foreign Trade Bank Limited Exterbank; Sentido: liberalizante (revoga disposições especiais para as operações com a Hungria); Normas relacionadas: altera título 14 da CNC; Conta de balanço: afeta todo o fluxo de capital; *Flow: in/out*.

CARTA-CIRCULAR 2.979, de 20.9.2001 (Decec) – Altera o Regulamento sobre Países com Disposições Cambiais Especiais da Consolidação das Normas Cambiais – CNC; Sentido: liberalizante (revoga vedação a operações de transferências/pagamentos cambiais com a Líbia); Normas relacionadas: Resolução 2.945/99; Conta de balanço: afeta todo o fluxo de capital; *Flow: out* (revogada pela Circular 3.280/05).

CARTA-CIRCULAR 2.980, de 20.9.2001 (Decec) – Altera o Regulamento sobre Contrato de Câmbio e Classificação de Operações do Mercado de Câmbio de Taxas Livres; Sentido: regulamentar (inclui novos códigos de natureza de operação de câmbio de capitais brasileiros e estrangeiros); Normas relacionadas: Circular 2.231/92; Conta de balanço: financiamento/investimento direto; *Flow: in/out*.

RESOLUÇÃO 2.890, de 26.9.2001 (Secre) – Altera o art. 1º da Resolução 2.515, de 29.6.1998, que estabelece critérios para credenciamento e autorização

de operações de crédito externo de interesse dos estados, do Distrito Federal, dos municípios, de suas autarquias, fundações e empresas não-financeiras, inclusive suas coligadas, controladas, afiliadas e subsidiárias, e das autarquias, fundações, empresas não-financeiras da União, inclusive suas coligadas, controladas, afiliadas e subsidiárias, sem garantia da União, bem como para captação de recursos externos por bancos estaduais; Sentido: liberalizante (permite livre direcionamento de créditos externos pela Petrobras e Eletrobrás); Normas relacionadas: Resolução 2.515/98, que revogou a Resolução 2.383/97; Conta de balanço: empréstimos; *Flow: in*.

RESOLUÇÃO 2.901, de 1.11.2001 (Secre) – Define critérios para a aplicação de penalidades na prestação de informações ao Banco Central do Brasil e na inobservância de procedimentos relativos a operações de câmbio e a transferências internacionais em reais; Sentido: regulamentar; Conta de balanço: afeta todo o fluxo de capital; *Flow: in/out* (atualizações: Circular 3.067/01; Circular 3.280/05).

CIRCULAR 3.067, de 1.11.2001 (Secre) – Estabelece procedimentos para a análise de defesa e de pedidos de reconsideração e de revisão referentes à aplicação de penalidades; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Resolução 2.901/01; Conta de balanço: afeta todo o fluxo de capital; *Flow: in/out*.

CARTA-CIRCULAR 2.985, de 28.11.2001 (Decec) – Operações de créditos externos, divulgação de procedimentos referentes à migração para o sistema Registro Declaratório Eletrônico (RDE), módulo Registro de Operações Financeiras (ROF), dos registros referentes aos certificados de autorização e de registro emitidos em papel; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Circular 3.027/01 (art. 2º); Circular 2.731/96 (art. 2º); Conta de balanço: empréstimos/financiamentos; *Flow: in*.

RESOLUÇÃO 2.911, de 6.12.2001 (Secre) – Autoriza o Banco Central do Brasil a fixar a forma, os limites e as condições de declaração de bens e valores detidos no exterior e define critérios para a aplicação de penalidades pela não-prestação das informações; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Resolução 2.337/96; Conta de balanço: portfólio/investimento direto; *Flow: out* (atualizações: Circulares 3.071/01; 3.095/02; 3.110/02; 3.181/03; 3.225/04; Carta-Circular 3.123/04; Circulares 3.278/05; 3.172/05; 3.280/05).

CIRCULAR 3.071, de 11.12.2001 (Secre) – Estabelece forma, limites e condições de declaração de bens e de valores detidos no exterior por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Resoluções 2.911/01, 2.337 (28.11.1996); Conta de balanço: Portfólio/investimento direto; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.072, de 13.12.2001 (Secre) – Dispõe sobre procedimentos relativos a operações de câmbio e registro de capitais estrangeiros decorrentes da extinção das moedas dos 12 países da área do euro; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: afeta todo o fluxo de capital; *Flow: in/out*.

2002

Obs.: 1.966 documentos satisfazem sua pesquisa no período de 2.1.2002 a 31.12.2002.

CIRCULAR 3.075, de 7.1.2002 (Secre) – Estabelece procedimento para pagamento em moeda estrangeira efetuado por residente no exterior a residente no país em decorrência de venda de produtos com entrega no território brasileiro (revogada pela Circular 3.280/05); Sentido: liberalizante (permite pagamento em moeda estrangeira em situações além das previstas na Lei 9.826, art. 6º; Normas relacionadas: complementa art. 6º da Lei 9.826 (1999); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in*.

CIRCULAR 3.074, de 7.1.2002 (Secre) – Dispõe sobre a regularização de conversões de créditos remissíveis em investimentos, efetuadas sem celebração de operações de câmbio; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Resolução 2.337 (28.11.1996); Conta de balanço: investimento direto; *Flow: in*.

CIRCULAR 3.095, de 6.3.2002 (Secre) – Amplia o prazo para entrega da declaração de bens e de valores detidos no exterior por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país (revogada pela Circular 3.110/02); Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Resolução 2.337 (28.11.1996); Conta de balanço: conta corrente/investimento direto; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.110, de 15.4.2002 (Secre) – Altera os artigos 3º e 4º da Circular 3.071, de 7 de dezembro de 2001, que estabeleceu forma, limites e condições de declaração de bens e de valores detidos no exterior por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país; Sentido: liberalizante (amplia prazo e faixa de dispensa de R\$ 10 mil para R\$ 200 mil em prestar a declaração – deixa de controlar fluxos menores que R\$ 200 mil); Normas relacionadas: Circular 3.071 (7.12.2001); Conta de balanço: portfólio/investimento direto; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.114, de 18.4.2002 (Secre) – Altera o Regulamento sobre o Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Circular 2.650 (27.12.1995); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in*.

CARTA-CIRCULAR 3.019, de 16.5.2002 (Decec) – Altera o Regulamento sobre Países com Disposições Cambiais Especiais, divulgado pela Circular 2.945, de 1999, e o Regulamento de Importação, divulgado pela Circular 2.730, de 1996; Sentido: regulamentar (sistematização decorrente de acordo Brasil-Cuba, DOU 1.4.2002); Normas relacionadas: Circular 2.945 (21.10.1999); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

DECRETO 4.296, de 10.7.2002 (art. 2º) – Disciplina a não-incidência da CPMF sobre operações com ações de investidores estrangeiros, relativas a entradas no país e a remessas para o exterior de recursos financeiros empregados em operações e contratos negociados em bolsas de valores, mercadorias e futuros ou mercado de balcão organizado; Sentido: liberalizante; Normas relacionadas: Emenda Constitucional 37 (12.6.2002); Conta de balanço: portfólio; *Flow: in/out*.

CIRCULAR 3.146, de 30.8.2002 – Dispõe sobre a realização pelo Banco Central do Brasil de leilões de venda de moeda estrangeira vinculados à concessão de adiantamentos sobre contratos de câmbio de exportação (mecanismo de estímulo a exportações e geração de divisas); Sentido: liberalizante (no sentido de aumento de fluxo de exportações e, por consequência, de divisas); Normas relacionadas: Circular 3.083 (30.1.2002); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in*.

CARTA-CIRCULAR 3.049, de 22.10.2002 (Decec) – Altera o Regulamento sobre o Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR); Sentido: regulamentar (estabelece procedimentos a serem observados pelos bancos); Normas relacionadas: Circular 3.114 (18.4.2002); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in*.

CIRCULAR 3.158, de 25.10.2002 (Secre) – Altera, relativamente à República Argentina, o Regulamento de Câmbio de Exportação e o Regulamento sobre o Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos; Sentido: restritivo (conjuntural/amplia para R\$ 200 mil o montante de pagamento de importações argentinas a ser cursado sob o CCR); Normas relacionadas: Circular 2.650 (27.12.1995); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.160, de 30.10.2002 (Secre) – Admite o curso sob o Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos de instrumentos de pagamento com prazo superior a 360 dias; Sentido: liberalizante; Normas relacionadas: Circular 2.650 (27.12.1995); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in*.

DECRETO 4.494, de 3.12.2002 (Planalto) – Regulamenta o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF). Sentido: liberalizante (incentivos fiscais sobre operações de pagamento de bens importados para o NE e AM); Normas relacionadas: Lei 9.808 (20.7.1999); MP 2.156-5, art. 4º, inciso I (24.8.2001); e MP 2.157-5 (24.8.2001); Contas de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

## 2003

Obs.: 1.469 documentos satisfazem sua pesquisa no período de 2.1.2003 a 31.12.2003.

CARTA-CIRCULAR 3.077, de 7.1.2003 (Decec) – Exclui o título 2 do Regulamento sobre Países com Disposições Cambiais Especiais da Consolidação das Normas Cambiais (CNC); Sentido: liberalizante (afasta disposições especiais/sanções contra Angola); Normas relacionadas: Decreto 4.557 (30.12.2002), conforme disposições da ONU; Conta de balanço: afeta todo o fluxo; *Flow: in/out*.

CIRCULAR 3.181, de 6.3.2003 (Secre) – Estabelece forma, limites e condições de declaração de bens de valores detidos no exterior por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: MP 2.224 (4.9.2001); Resolução 2.337 (28.11.1996) e 2.911 (29.11.2001); Conta de balanço: portfólio/investimento direto; *Flow: out*.



COMUNICADO 10.844, de 19.3.2003 (Secre) – Esclarece, em complementação ao Comunicado 5.796, de 1997, sobre os procedimentos a serem observados na formalização de pleitos de participação estrangeira no capital das instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional; Sentido: regulamentar (estabelece que cabe ao BCB analisar previamente pedidos de participação estrangeira no SFN); Normas relacionadas: ADCT (art. 52, incisos I e II); Conta de balanço: investimento direto; *Flow: in*.

CIRCULAR 3.187, de 16.4.2003 – Permite remessas de capital ao exterior através da Transferência Eletrônica Disponível; Sentido: liberalizante (facilita mecanismos disponíveis para remessas, via TIR); Normas relacionadas: Circular 2.677 (10.4.1996, art. 9 e 10); Conta de balanço: Outros investimentos; *Flow: out*.

DECRETO 4.842, de 18.9.2003 (Planalto) – Modifica forma de publicação pelo BCB dos registros e cancelamentos de registros de capitais estrangeiros no país (possibilita disponibilização mensal pela internet e não mais apenas no DOU); Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: altera art. 66 do Decreto 55.762/65, que regulamenta a Lei 4.131 (3.9.1962); Conta de balanço: não afeta o fluxo; *Flow: in/out*.

CIRCULAR 3.205, de 18.9.2003 (Secre) – Altera os prazos de liquidação de operações de câmbio de natureza financeira em que o cliente seja a Secretaria do Tesouro Nacional; Sentido: liberalizante (amplia prazos para liquidação futura de câmbio pela STN); Normas relacionadas: Circular 2.231 (25.9.1992); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in/out*.

CIRCULAR 3.209, de 3.11.2003 (Secre) – Altera os prazos de liquidação de operações de câmbio de natureza financeira em que o cliente seja a Secretaria do Tesouro Nacional; Sentido: liberalizante (amplia prazos para liquidação de co/vd de câmbio pela STN); Normas relacionadas: Circular 2.231 (25.9.1992); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in/out*.

LEI 10.755, de 3.11.2003 (Planalto) – Estabelece multa em operações de importação e dá outras providências; Sentido: liberalizante (dá maior autonomia ao agente no pagamento de importações, reduzindo penalidades); Normas relacionadas: revoga a Lei 9.817 (23.8.1999); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.211, de 4.12.2003 (Secre) – Elimina a exigência de recolhimento antecipado ao Banco Central do valor referente a instrumento de pagamento relativo a importação cursada sob o CCR; Sentido: liberalizante; Normas relacionadas: MP 142 (2.12.2003) e Circular 2.650 (27.12.1995); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

2004

CIRCULAR 3.225 de 13.2.2004 (Secre) – Estabelece forma, limites e condições de declaração de bens e de valores detidos no exterior por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Medida Provisória 2.224, de 4 de setembro de 2001, e com base nas Resoluções 2.337, de 28 de novembro de 1996, e 2.911, de 29 de novembro de 2001; Conta de balanço: portfólio/investimento externo; *Flow: out*.

CARTA-CIRCULAR 3.121, de 19.2.2004 (Decec) – Altera o Regulamento sobre Contrato de Câmbio e Classificação de Operações do Mercado de Câmbio de Taxas Livres; Sentido: regulamentar (inclui títulos na CNC referente à natureza das operações de câmbio de pessoa jurídica de direito público interno); Normas relacionadas: Circular 3.227 (18.2.2004); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.227, de 19.2.2004 (Secre) – Altera o Regulamento de Operações de Câmbio de Natureza Financeira do Mercado de Câmbio de Taxas Livres; Sentido: liberalizante (permite o curso de operações de câmbio de pessoa jurídica de direito público interno); Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

CARTA-CIRCULAR 3.123, de 8.3.2004 (Secre) – Divulga o Manual do Declarante de Capitais Brasileiros no Exterior; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: art. 8 da Circular 3.225 (12.2.2004); Conta de balanço: portfólio/investimento externo; *Flow: out*.

RESOLUÇÃO 3.179, de 29.3.2004 (Secre) – Revoga a Resolução 2.389, de 1997, que dispõe sobre a vedação à concessão de crédito a usuários de cartão de crédito internacional para pagamento de bens e serviços adquiridos no exterior; Sentido: liberalizante – Conforme BC/Depec (2004, p. 109), tal vedação “havia sido imposta em 1997, em um contexto de forte queda dos fluxos financeiros internacionais e de aumento da aversão ao risco aos mercados emergentes, motivados pela crise asiática”; Normas relacionadas: revoga Resolução 2.389/97; Conta de balanço: Empréstimo/financiamento; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.231, de 2.4.2004 (Secre) – Divulga o novo Regulamento de Câmbio de Importação e dá outras providências; Sentido: regulamentar (inclui código de natureza de operação de câmbio para ingresso e conversão de crédito para absorção de prejuízo de empresas receptoras de IED); Normas relacionadas: Circular 2.997 (15.8.2000); Conta de balanço: investimento direto; *Flow: in*.

CARTA-CIRCULAR 3.131, de 14.4.2004 (Gence) – Altera o Regulamento sobre Contrato de Câmbio e Classificação de Operações do Mercado de Câmbio de Taxas Livres; Sentido: regulamentar (inclui código de operação para ingresso de IED para prejuízo); Normas relacionadas: não revoga nada; *Flow: in*.

CIRCULAR 3.234, de 16.4.2004 (Secre) – Altera a regulamentação cambial para prever a assinatura digital em contratos de câmbio, por meio da utilização de

certificados digitais emitidos no âmbito da Infra-Estrutura de Chaves Públicas (ICP-Brasil), e dá outras providências; Sentido: regulamentar (desburocratizante/modernizante – facilita o fechamento de câmbio em todas as operações externas); Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: afeta todo o fluxo; *Flow: in/out*.

CARTA-CIRCULAR 3.136, de 17.5.2004 (Gence) – Altera os títulos referentes ao Iraque e ao Afeganistão constantes do Regulamento sobre Países com Disposições Cambiais Especiais da Consolidação das Normas Cambiais CNC; Sentido: regulamentar (inclui obrigatoriedade de comunicação da existência de fundos, ativos financeiros ou outros recursos econômicos de Osama bin Laden; membros do Talibã, Al-Qaeda e associados; ou de Saddam Hussein e antigo regime iraquiano); Normas relacionadas: art. 3º da Circular 2.945, de 21.10.1999; Decreto 4.775, de 9.7.2003; Resolução 1.483, de 22.5.2003, do Conselho de Segurança das Nações Unidas; Conta de balanço: portfólio/investimento direto; *Flow: in*.

CARTA-CIRCULAR 3.137, de 28.5.2004 (Gence) – Altera o título 3 (Cuba) do Capítulo 16 (Países com Disposições Especiais) da Consolidação das Normas Cambiais (CNC); Sentido: regulamentar (disposições acerca de pagamento de importações provenientes de Cuba); Normas relacionadas: Circular 2.945, 21.10.1999, Acordo-Marco firmado pela República Federativa do Brasil e pela República de Cuba em 26 de setembro de 2003; Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

RESOLUÇÃO 3.203, de 18.6.2004 (Secre) – Dispõe sobre abertura, manutenção e movimentação de contas de depósitos à vista para pessoas físicas brasileiras que se encontrem temporariamente no exterior; Sentido: liberalizante (aceita remessas do exterior até R\$ 10 mil mensais – intuito de simplificar as transferências de brasileiros trabalhando no exterior); Normas relacionadas: Resoluções 2.747, de 28.6.2000, e 2.953, de 25.4.2002; Conta de balanço: conta corrente (transferências unilaterais); *Flow: in*.

CIRCULAR 3.242, de 23.6.2004 (Secre) – Altera o Regulamento do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes; Sentido: regulamentar (elimina a vedação para concessão de crédito a usuários de cartão de crédito para financiamento de bens e de serviços adquiridos no exterior, conforme estabelecido pela Resolução 3.179/04); Normas relacionadas: Resolução 3.179 (29.3.2004); Conta de balanço: Empréstimo/financiamento; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.243, de 24.6.2004 (Secre) – Altera as disposições sobre a utilização de cartões de crédito internacionais; Sentido: liberalizante (permite a aceitação de cartão de crédito internacional como instrumento de realização de depósito nas contas de depósitos à vista de que trata a Resolução 3.203, de 17 de junho de 2004); Normas relacionadas: art. 3º, inciso III, da Resolução 3.203, de 17 de junho de 2004; Conta de Balanço: conta corrente (transferências unilaterais); *Flow: in*.

RESOLUÇÃO 3.213, de 1.7.2004 (Secre) – Permite a utilização de cartão de crédito nacional e internacional para a realização de depósitos nas contas de

depósitos à vista, bem como para a transmissão de ordens de pagamento; Sentido: liberalizante (facilita transferências de brasileiros no exterior); Normas relacionadas: Resolução 3.2303 (18.6.2004); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in/out*.

RESOLUÇÃO 3.217, de 1.7.2004 (Secre) – Permite a liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo, arrendamento mercantil e de importações de curto prazo; Sentido: liberalizante; Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: empréstimos/conta corrente; *Flow: out*.

RESOLUÇÃO 3.222, de 29.7.2004 (Secre) – Dispõe sobre a abertura de contas de depósitos em moeda estrangeira de titularidade de residentes no país ou no exterior; Sentido: regulamentar (disciplina normas sobre contas em moeda estrangeira no país); Normas relacionadas: arts. 25, 26 e 27 do Decreto 42.820, de 16.12.1957; Resolução 2.025, de 24.11.1993, com as alterações introduzidas pelas Resoluções 2.747, de 28.6.2000, e 2.953, de 25.4.2002; Conta de balanço: portfólio/investimento direto; *Flow: in/out*.

RESOLUÇÃO 3.221, de 29.7.2004 (Secre) – Estabelece condições para registro de recursos captados no exterior, mediante emissão de títulos denominados em reais, no mercado internacional; Sentido: regulamentar (estabelece condições para o registro de recursos ingressados no país, captados no exterior mediante a emissão de títulos denominados em reais, no mercado internacional, por parte de pessoas jurídicas domiciliadas ou com sede no país); Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: portfólio; *Flow: in*.

CIRCULAR 3.249, de 2.8.2004. Simplifica, adequa e atualiza a regulamentação cambial com relação a pagamentos de serviços de transporte internacional; Sentido: liberalizante (permite a exportadores e importadores domiciliados no Brasil remeter diretamente a transportadores residentes no exterior valores relativos a fretes *prepaid*, de suas exportações ou de frete *collect* de suas importações; permite aos importadores efetuar remessa ao exterior previamente ao embarque, como pagamento de fretes relativos a operações *free on board* (FOB); autoriza os bancos habilitados a darem curso de transferências do e para o exterior de valores decorrentes de transporte internacional de cargas em todas as suas modalidades); Normas relacionadas: Decreto 42.820/57 e Resolução 3.222/2004; Conta de balanço: conta corrente (serviços); *Flow: out*.

CIRCULAR 3.250, de 2.8.2004 (Secre) – Estabelece condições para registro dos recursos captados, no mercado internacional, mediante a emissão de títulos denominados em reais; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Resolução 3.221 (29.7.2004); Conta de Balanço: portfólio; *Flow: in*.

CIRCULAR 3.258, de 17.9.2004 (Secre) – Estabelece condições para antecipação de pagamento de operações registradas ao amparo das Circulares 2.731, de 13.12.1996, 2.816, de 15.04.1998, e 3.027, de 22.02.2001, e da Carta-Circular 2.795, de 15.4.1998; Sentido: regulamentar (estabelece prazo para registro de antecipações de pagamentos de operações com RDE-ROF); Normas relacio-

nadas: Resolução 3.217, de 30.6.2004; Conta de balanço: empréstimos/financiamentos; *Flow: out*.

COMUNICADO 12.523, de 20.9.2004 (Decec) – Informa o procedimento para liquidação antecipada de obrigações relativas a operações de crédito externo e arrendamento mercantil registradas no sistema Registro Declaratório Eletrônico, módulo Registro de Operações Financeiras (ROF); Sentido: regulamentar (especifica procedimentos para liquidação de certas operações); Normas relacionadas: disciplina a Circular 3.258, de 17.9.2004; Conta de balanço: empréstimo/financiamento; *Flow: out*.

RESOLUÇÃO 3.245, de 25.11.2004 (Secre) – Altera a Resolução 2.689, de 2000, que dispõe sobre aplicações de investidor não-residente nos mercados financeiro e de capitais; Sentido: liberalizante (revoga a proibição de utilização de recursos originários de transação judicial e de negociação de ações vinculadas a acordos de acionistas no mercado de valores mobiliários); Normas relacionadas: Resolução 2.689/2000; Conta de balanço: portfólio; *Flow: in*.

CARTA-CIRCULAR 3.152, de 8.12.2004 (Gence) – Inclui título referente à Libéria no Regulamento sobre Países com Disposições Cambiais Especiais da Consolidação das Normas Cambiais (CNC); Sentido: restritivo (decorrente de resolução da ONU, de caráter político); Normas relacionadas: Decreto 5.096, de 1.6.2004, que dispõe sobre a execução no Território Nacional da Resolução 1.532, de 12.3.2004, do Conselho de Segurança das Nações Unidas; Conta de balanço: afeta todo o fluxo; *Flow: in/out*.

CIRCULAR 3.264, de 9.12.2004 (Secre) – Divulga alterações no Regulamento de Câmbio de Importação; Sentido: liberalizante (passa-se a permitir pagamento, a curto prazo, de importação em qualquer moeda independentemente do registrado na DI e pagamento antecipado); Normas relacionadas: Circular 3.231, de 2.4.2004; Resolução 3.217, de 30.6.2004; Conta de balanço: conta corrente; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.268, de 16.12.2004 (Secre) – Altera o Regulamento do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes Investimento Brasileiro no Exterior; Sentido: regulamentar (altera as normas para regulamentar a Resolução 3.250); Normas relacionadas: Resolução 3.250, de 16.12.2004; Conta de balanço: investimento no exterior; *Flow: out*.

RESOLUÇÃO 3.250, de 16.12.2004 (Secre) – Autoriza investimentos brasileiros no exterior mediante realização de conferência internacional de ações, por meio de dação ou permuta de participação societária detida por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no Brasil, decorrente de venda de controle acionário de empresa brasileira; Sentido: liberalizante (facilita tanto o investimento brasileiro no exterior quanto o estrangeiro no Brasil); Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: investimento no exterior; *Flow: out*.

2005

Obs.: até 4.9.2005.

CIRCULAR 3.273, de 13.1.2005 (Secre) – Divulga alterações no Regulamento sobre Contrato de Câmbio e Classificação de Operações do Mercado de Câmbio de Taxas Livres e o Regulamento do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes. Cria código de grupo para devolução de valores; Sentido: regulamentar (define procedimentos a serem observados nas operações de câmbio relacionadas à devolução de valores não aplicados na finalidade originalmente indicada ou transferidos de forma indevida); Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: afeta todo o fluxo de capital; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.278, de 23.2.2005 (Secre) – Estabelece forma, limites e condições de declaração de bens e de valores detidos no exterior por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: MP 2.224 (4.9.2001), e com base nas Resoluções 2.337, de 28.11.1996, e 2.911, de 29.11.2001; Conta de balanço: portfólio/investimento externo; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.277, de 23.2.2005 (Secre) – Altera as disposições sobre a utilização de cartões de crédito internacionais (emitidos no exterior para utilização no país); Sentido: liberalizante (permite transferências de valores por meio de cartão de crédito internacional emitido no exterior para crédito em contas de depósitos à vista ou em contas de depósitos de poupança); Normas relacionadas: art. 3º da Resolução 3.203, de 17.6.2004, no art. 3º da Resolução 3.213, de 30.6.2004, e tendo em vista a Resolução 3.260, de 28.1.2005, Resolução 3.203, de 17.06.2004; Conta de balanço: outros Investimentos (conta financeira); *Flow: in*.

CARTA-CIRCULAR 3.172, de 28.2.2005 (Gence) – Divulga o Manual do Declarante de Capitais Brasileiros no Exterior; Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: art. 8º da Circular 3.225 (12.2.2004); Conta de balanço: portfólio/investimento externo; *Flow: out*.

CIRCULAR 3.280, de 16.3.2005 (Secre) – Divulga o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais, contemplando as operações em moeda nacional ou estrangeira realizadas entre pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país e pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país; Sentido: liberalizante; Normas relacionadas: extingue a CNC e revoga 97 circulares, 83 cartas-circulares, 8 cartas-circulares Decam, 16 cartas-circulares Gecam e 8 circulares Ficam. Conta de balanço: afeta todo o fluxo; *Flow: in/out*.

COMUNICADO 13.163, de 28.3.2005 (Secre) – Divulga a forma de autorização para operações de câmbio de exportação contratadas e/ou liquidadas mediante entrega de moeda estrangeira em espécie ou em cheques de viagem; Sentido: regulamenta RMCCI 1.11.1.4.a; Normas relacionadas: não revoga nada; Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in*.

CARTA-CIRCULAR 3.184, de 18.4.2005 (Secre) – Divulga procedimentos para a liquidação de operações de câmbio contratadas por meio da PCAM 380 – Interbancário Eletrônico, no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro. Sentido: regulamentar; Normas relacionadas: Circular 3.280, de 9.3.2005; Conta de balanço: afeta todo o fluxo; *Flow: in*.

COMUNICADO 13.415, de 3.6.2005 (Decec) – Divulga informações relativas à vinculação de contratos de câmbio de exportação a registros de exportação (REs) de responsabilidade de outra empresa; Sentido: regulamentar (desburocratizante); Normas relacionadas: Resolução 3.266, de 4.3.2005 (RMCCI 1-11-3); Conta de balanço: conta corrente; *Flow: in*.

RESOLUÇÃO 3.312, de 1.9.2005 (Secre) – Dispõe sobre operações de proteção (*hedge*) realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras; Sentido: liberalizante (permite realização de operações de *hedge* no exterior por parte de residentes para proteção de transações comerciais e financeiras); Normas relacionadas: revoga Resolução 2.012/93; Conta de balanço: derivativos (conta financeira); *Flow: out*.





## Abstract

---

The present study seeks to investigate the dynamics of capital account liberalization in implementation in Brazil since the 1990's, analyzing previous papers on international literature (chapter 2), associated with an empirical framework, based on a vector autoregressive (VAR) method (chapter 4). It's used two independents index as *proxies* in order to evaluate the behavior of external sector of the economy (ICC, *de jure*, and IAF, *de facto*), and, hence, make the econometric inferences about such process. In general terms, the aim is to contribute by comprehending the relation between financial openness and macroeconomic performance in developing countries, in general, and specifically in Brazil. For such, the task identified the broadening of capital account convertibility in the period 1990-2005 (chapter 3), without verifying evidences on benefits such as economic growth or reduction of macroeconomic volatile, according to the econometric exercises – IAF, indeed, supports a strong relation between the increase of financial flows with a greater variability on exchange terms. The empirical findings are similar to those predominant on international literature, i.e., that it does not exist a positive and strong association between financial liberalization and economic growth. In fact, brazilian experience on financial liberalization, measured by the ICC and IAF, seems to be related to an increase on interest rates, and not on its reduction, as could be supposed, which confirm the hypothesis that integration of a developing country to international capital flows creates the necessity of higher interest rates to attract and maintain then in a country. We conclude for the convenience of an optimum exposition of periphery economies to international capital flows, through a prudent management of capital account by the monetary authorities, controlling associated risks while permitting economic advances.



**Rio de Janeiro**

Avenida República do Chile, 100/Sala 105 – Centro  
20031-917 – Rio de Janeiro – RJ  
Tel.: (21) 2172-8888 Fax: (21) 2220-2615

**São Paulo**

Avenida Presidente Juscelino Kubitschek, 510/5º andar  
Vila Nova Conceição  
04543-906 – São Paulo – SP  
Tel.: (11) 3512-5100 Fax: (11) 3512-5199

**Brasília**

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco J/13º andar  
70076-900 – Brasília – DF  
Tel.: (61) 3204-5600 Fax: (61) 3225-5510

**Recife**

Rua Antonio Lumack do Monte, 96/6º andar – Boa Viagem  
51020-350 – Recife – PE  
Tel.: (81) 2127-5800 Fax: (81) 3465-7861

**Internet:** [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)

**E-mail:** [faleconosco@bndes.gov.br](mailto:faleconosco@bndes.gov.br)

**Projeto Gráfico**

Ana Luisa Silveira Gonçalves

**Produção Editorial**

Gerência de Editoração do BNDES

**Copidesque e Revisão**

Editora Senac Rio

**Editoração Eletrônica**

Abreu's System

**Impressão**

Imprinta Express Gráfica e Editora

Rio de Janeiro – 2007